



深耕铝合金压铸赛道，横向并购助力全球化

2019.12.31

刘伟浩(分析师)

电话: 020-88832824

邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517040001

强烈推荐 (首次)

现价: 24.34

目标价: 30

股价空间: 23.25%

● 主营铝合金精密压铸件，形成合理产能布局

公司成立于 1998 年，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售。主营业务为汽车类压铸件（营收占比 90%）和模具，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司总部设在广东省佛山市，并在江苏省南通市、江苏省宜兴市和天津市设有生产基地，实现了珠三角、长三角、环渤海地区的合理布局。

● 掌握先进压铸技术，配套全球知名一级供应商和整车厂

技术方面：公司吸收掌握了现代压铸行业的多种最先进的工艺，掌握高真空压铸技术、层流铸造技术等先进压铸技术。公司开发出了可以替代铸钢的铝合金材料及配套压铸技术，并为德国格特拉克供应对耐磨要求特别高的变速箱换挡拨鼓。公司掌握车身结构件铝合金材料的制备技术，为特斯拉汽车、蔚来汽车、奔驰汽车供应铝合金车身结构件。**客户方面：**公司客户包括采埃孚、威伯科、法雷奥、格特拉克等一批全球知名一级汽车零部件供应商，以及大众、通用、奔驰、特斯拉、蔚来、长城汽车、吉利汽车等整车厂商。

● 业绩处于拐点，子公司产能爬坡，季度好转迹象显现

受下游乘用车销量下滑影响，2019 年前三季度公司业绩下滑。天津雄邦处于逐步达产期、江苏文灿处于试生产阶段使得其各项管理费用增加，对净利率产生了一定的影响。天津雄邦主要给大众集团供应变速箱壳体 and 阀体，其在投产初期投入较大、产出率较低，导致产品生产成本较高，未实现盈利。天津雄邦于 2017 年开始试生产，2018 年和 2019 年上半年录得亏损 4659 万元、1400 万元，2019 年第四季度出货量环比提升 40%，预计 2020 年实现盈利。江苏文灿 2017 年 8 月设立，目前对此前收购的工厂进行技改，预计 2021 年有望实现盈利。随着天津工厂和无锡工厂逐渐走上正轨，公司业绩有望迅速提升。

● 收购法国百炼集团，优势互补，助力全球化布局

公司 2019 年 12 月 8 日公告，拟 2.513 亿欧元(约合人民币 19.54 亿元)收购法国百炼集团 100% 的股权。我们认为：1) 百炼集团过去三年盈利能力稳定，兼具成长性。公司以 9 倍 PE、1.5 倍 PB 收购，与收购国内的企业相比具有较高的性价比。2)、百炼集团核心产品包括汽车制动系统（营收占比 66%）、进气系统、底盘及车身结构件等产品领域的精密铝合金铸件产品，其核心工艺重力铸造，与公司现有的高压铸造工艺，形成优势互补，丰富公司产品类型，将整合成完整的铸造工艺链。3)、百炼集团在全球共有 12 处制造基地，欧洲营收占比 64%。公司在国内已有的布局和资源能与百炼集团的全球化生产、销售、供应体系产生多维度的协同效应，使得并购后的公司整体更快更好地发展。

● 盈利预测及估值：1) 假设不考虑百炼集团并表影响，预计 19/20/21 年的净利润将分别为 0.81 亿元、1.27 亿元、1.68 亿元，19/20/21 年 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元、0.77 元。2) 假设考虑百炼集团并表影响，由百炼集团以及 SPV 公司承担并购贷款所产生的利息支出，预计百炼集团 20 年利润有所下降。我们预测百炼集团 19/20/21 年的净利润将分别为 2.12 亿元、2.02 亿元、2.12 亿元。并表后的备考净利润分别 2.93 亿元、3.30 亿元、3.81 亿元。我们给与公司目标价 30 元，相当于 2020 年备考净利润 x 20 倍 PE。我们首次覆盖公司，并给与“强烈推荐”评级。

● 风险提示：对法国百炼集团并购失败的风险；并购后整合低于预期的风险；客户降价压力；原材料价格上涨导致毛利率承压；工厂转固对利润表影响。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
文灿股份	39.17%	32.43%	26.44%
汽车零部件	10.28%	13.00%	6.09%
沪深 300	7.00%	7.39%	5.22%

基本资料

总市值 (亿元)	53.548
总股本 (亿股)	2.200
流通股比例	32%
资产负债率	40.71%
大股东	唐杰雄
大股东持股比例	14%



● 主要财务指标

单位（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1620.16	1516.04	1720.86	1949.06
增长率(%)	4.05%	-6.43%	13.51%	13.26%
归母净利润	125.24	81.51	127.55	168.53
增长率(%)	-19.36%	-34.92%	56.49%	32.13%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.37	0.58	0.77
销售毛利率	27.53%	23.50%	25.00%	26.00%
销售净利率	7.73%	5.47%	7.54%	8.79%
净资产收益率(ROE)	6.14%	3.87%	5.77%	7.18%
市盈率(P/E)	65.70	41.98	31.77	65.70
市净率(P/B)	2.54	2.42	2.28	2.54

注：未考虑百炼集团并表影响



目录

目录	3
图表目录	4
1. 文灿股份：专注汽车铝合金精密压铸件领域	6
1.1 公司概况：专注汽车铝合金压铸件领域	6
1.2 生产基地：形成珠三角、长三角、环渤海地区合理布局	7
1.3 业务布局：市场定位清晰，精细高效生产	8
2. 公司特色和优势	10
2.1 积累多年研发和生产经验，掌握铝制车身结构件制备技术	10
2.2 持续进行研发投入，保持技术领先地位	12
2.3 集中优质客户资源，受益于大众、特斯拉等客户放量	13
2.3.1 与国内外知名一级零部件供应商和整车厂商建立了稳固的合作关系	13
2.3.2 大众深化本土化战略，公司配套份额持续扩大	15
2.3.3 占据特斯拉先发优势，2020 年国产后需求有望爆发	17
2.4 可转债募投资扩产，扩大精密压铸件产能供给	18
3. 业绩处于拐点，好转迹象显现	19
3.1 业绩表现处于低位，整体情况仍然健康	19
3.2 行业不景气叠加产能爬坡，拖累公司业绩表现	21
3.3 预期拐点出现，发展未来可期	22
3.3.1 行业边际改善，月度跌幅收窄	22
3.3.2 天津工厂大众变速箱配套爬坡	23
3.3.3 股权激励方案，彰显未来发展信心	24
4. 收购百炼集团，助力全球化布局	25
4.1 高性价比收购百炼集团，业绩增长情况良好	25
4.2 生产体系完备，制造基地跨度广	25
4.3 核心工艺优势互补，整合完整铸造工艺链	26
4.4 有望快速推动整合，实现资源协同效应	27
5. 汽车轻量化需求激增，中国企业具有全球竞争力	27
5.1 汽车节能环保政策支持，乘用车轻量化加速进行	27
5.2 汽车轻量化优势显著，助推铝合金压铸件放量增长	29
5.2.1 汽车轻量化减重降耗效果显著，预计未来单车用铝量将持续上升	29
5.2.2 新能源汽车续航里程问题突出，轻量化设计提供解决方案	30
5.3 中国铝合金压铸具有全球竞争优势，并购整合是行业发展趋势	31
6. 盈利预测及估值	36
7. 风险提示	39



图表目录

图表 1.	公司发展历程	6
图表 2.	公司主要股东、实际控制人及控股子公司	7
图表 3.	公司各生产基地的主要产品及主要客户情况	7
图表 4.	公司主营业务可分为两大类，其中汽车类压铸件为核心业务	8
图表 5.	公司绝大部分收入来自汽车类压铸件	9
图表 6.	当前公司汽车类压铸件收入超过 89%	9
图表 7.	公司 2015-2017 年各业务营收占比	10
图表 8.	公司 2013-2017 年按地区营收构成	10
图表 9.	变速箱换挡拨鼓及车身结构件产品展示	11
图表 10.	空调压缩机壳体产品展示	11
图表 11.	公司多项产品获得省级“高新技术产品认定证书”	12
图表 12.	持续进行研发投入，近 5 年占比 4% 以上	13
图表 13.	公司拥有多项国际先进技术	13
图表 14.	公司多项产品获得省级“高新技术产品认定证书”	13
图表 15.	公司合作客户分布于中国、欧洲、美洲和日本	14
图表 16.	公司部分客户类型、客户名称及销售内容	14
图表 17.	2015-2018 年公司前五大客户一览（单位：亿元）	15
图表 18.	2018 年前五大客户销售收入	15
图表 19.	2018 年各客户销售收入占比	15
图表 20.	大众位于天津雄邦和南通雄邦的生产线	16
图表 21.	大众集团近 2 年销售情况及 2019 年销售目标	17
图表 22.	公司在新能源汽车、车身结构件轻量化方面具有先发优势	17
图表 23.	特斯拉近 2 年销售情况及 2019 年销售目标	17
图表 24.	2015-2018 年产能和产量持续提升	18
图表 25.	2015-2018 年产能利用率小幅下滑	18
图表 26.	公司各产品条线的产能规划和分布情况	19
图表 27.	2014-2019 年营业收入及增速	20
图表 28.	2014-2019 年归母净利率及增速	20
图表 29.	公司毛利率与净利率变化	20
图表 30.	公司研发费用维持较高水平超过 4%	20
图表 31.	汽车类压铸件成本构成	21
图表 32.	汽车类压铸件直接材料成本占比最大	21
图表 33.	2009-2019 年中国汽车产量及增长率	21
图表 34.	2009-2019 年中国汽车销量及增长率	21
图表 35.	公司正在实施的重大项目累计投入及产生效应情况	22
图表 36.	2017-2019 年中国乘用车月产量（万辆）	23
图表 37.	2017-2019 年中国乘用车月产量增长率	23
图表 38.	2017-2019 年中国乘用车月销量（万辆）	23
图表 39.	2017-2019 年中国乘用车月销量增长率	23
图表 40.	天津工厂累计投入及产生效应情况	24
图表 41.	股权激励方案中首次授予行权期 2020-2022 年业绩考核目标	24
图表 42.	股权激励方案中预留授予部分的限制性股票 2021-2022 年业绩考核目标	24
图表 43.	百炼集团主要财务数据（万欧元）	25
图表 44.	2016-2018 年百炼集团营业收入和净利润	25



图表 45.	2018 年百炼集团产品收入构成.....	26
图表 46.	2018 年百炼集团生产类型收入构成.....	26
图表 47.	百炼集团在全球共有 12 处制造基地.....	26
图表 48.	2018 年百炼集团收入构成地区分布.....	26
图表 49.	汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策.....	28
图表 50.	主要国家和地区燃油排放标准规划.....	29
图表 51.	乘用车减重 10%和 15%分别对应的能效提升效果.....	29
图表 52.	未来铝合金在车身和覆盖件上的渗透率.....	30
图表 53.	北美汽车单车用铝量连续 40 年上升.....	30
图表 54.	汽车节能的主要方式.....	30
图表 55.	车辆减重后，续航效果显著.....	30
图表 56.	补贴政策调整激励新能源汽车续航里程的提升.....	31
图表 57.	提升续航里程成为厂商主要努力的方向.....	31
图表 58.	铝合金在提高汽车续航里程上具有高性价比.....	31
图表 59.	2019 年第二届中国压铸 50 强、压铸模具 20 强入围企业及地区分布.....	32
图表 60.	中国铸铝合金铁件产量（吨）.....	32
图表 61.	2017 年铸铝合金铁件产量各国占比.....	32
图表 62.	2018 年国外同行毛利率与净利率.....	33
图表 63.	2018 年国内同行压铸业务毛利率与净利率.....	33
图表 64.	公司主要的竞争对手.....	33
图表 65.	全球汽车铝制压铸件市场容量测算.....	34
图表 66.	2018 年国外铝合金压铸企业营业收入.....	34
图表 67.	2018 年铝合金压铸市场全球占比测算.....	34
图表 68.	全球汽车铝制压铸件市场容量测算.....	35
图表 69.	2018 年国外铝合金压铸企业营业收入.....	35
图表 70.	2018 年铝合金压铸市场全球占比测算.....	35
图表 71.	收入预测表（单位：百万元）.....	36
图表 72.	盈利预测表-不含百炼集团（单位：百万元）.....	36
图表 73.	盈利预测表-含百炼集团（单位：百万元）.....	37



1. 文灿股份：专注汽车铝合金精密压铸件领域

1.1 公司概况：专注汽车铝合金压铸件领域

文灿股份主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司总部设在广东省佛山市，并在江苏省南通市、江苏省宜兴市和天津市设有全资子公司，实现了珠三角、长三角、环渤海地区的合理布局，高效快捷地服务于中国乃至世界各地的汽车整车和一级零部件客户。公司拥有具有丰富经验的优秀技术队伍，配备了现代先进设计和管理的软件及工具。公司多次在中国国际压铸工业展览会上荣获“优质铸件金奖”、“优质铸件金奖(特别奖)”。

广东文灿压铸股份有限公司（以下简称公司）成立于1998年，于2018年4月上海证券交易所正式挂牌。公司拥有500多人组成的具有丰富经验的优秀技术队伍，配备了现代先进设计和管理的软件及工具。现有压铸设备150余台（吨位从125吨到4000吨）、加工中心接近1000台。公司年模具产量超过350套，可制造适合125到4000吨压铸机所需的模具，铝合金压铸件的年产能超4万吨。公司近年来在新能源汽车铝合金压铸件和车身结构件领域也取得了突破性的进展，对特斯拉（TESLA）、奔驰汽车的车身结构件均已进入量产阶段。新能源汽车和车身轻量化的快速增长趋势，将为公司提供更为广阔的发展空间。

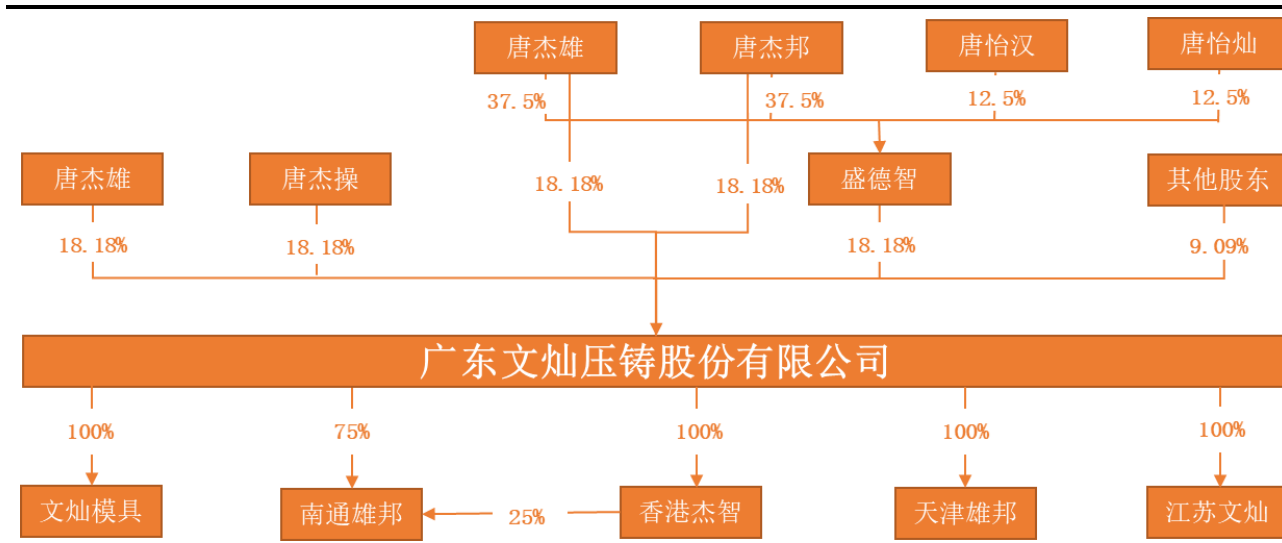
图表1. 公司发展历程

时间	大事记
1998年	南海市文灿压铸有限公司成立，注册资本1,000万元。
2004年	3月，南海市文灿压铸有限公司更名为“佛山市南海区文灿压铸有限公司”。同年4月，申请公司名称变更为“广东文灿压铸有限公司”，并获得批准。
2009年	公司注册资本由1,000万元增至5,000万元，新增注册资本人民币4,000万元由唐杰雄、唐杰邦、唐怡汉、唐怡灿四名股东分别认缴1,000万元。
2012年	文灿有限吸收合并南海雄邦，吸收合并后注册资本变更为5,300万元。
2014年	文灿有限第一次股权转让及第二次增资，将公司的注册资本由6,625万元增至15,000万元，增资方式为未分配利润转增资本。公司名称变更为广东文灿压铸股份有限公司。
2015年	文灿股份新三板挂牌。
2016年	深圳市安鹏股权投资基金企业（有限合伙）将其持有的文灿股份75.00万股股份以22.5元/股的价格转让给安鹏新三板2号。
2018年	公司于上海证券交易所正式挂牌。
2019年	公司累计发行股本总数22,000万股，注册资本为22,000万元，注册地址：佛山市南海区里水镇和顺里和公路东侧（白蒙桥）地段，总部地址同注册地址。

资料来源：同花顺 iFinD、广证恒生

公司控股股东及实际控制人为唐杰雄、唐杰邦，拥有南通雄邦、香港杰智、文灿模具、天津雄邦、江苏文灿五家控股子公司。唐杰雄、唐杰邦二人分别直接持有公司18.18%的股份，并通过盛德智投资间接控制公司18.18%的股份，合计直接和间接控制公司54.55%的股份，为公司实际控制人。唐杰雄、唐杰邦、唐怡汉、唐怡灿分别持有盛德智投资37.50%、37.50%、12.50%、12.50%的股权，唐杰雄、唐杰邦分别持有公司18.18%的股份。公司拥有文灿模具、香港杰智、南通雄邦、江苏文灿、天津雄邦五家控股子公司，实现了珠三角、长三角、环渤海地区合理布局，有利于高效快捷地服务中国及全球的汽车整车和一级零部件客户。

图表2. 公司主要股东、实际控制人及控股子公司



资料来源：招股说明书、广证恒生

1.2 生产基地：形成珠三角、长三角、环渤海地区合理布局

公司积极加强五个生产基地的建设，不断扩大生产能力和经营规模，满足下游客户的新增需求，扩大订单规模，快速占领市场。公司目前共 5 个生产基地，文灿股份、文灿模具、南通雄邦、天津雄邦、江苏文灿，其中子公司天津雄邦已完成基本建设，正在进入逐步达产期，子公司江苏文灿正在进行基本建设，处于试生产阶段。工厂全部完成建设后，将大大提高公司产能，增强订单响应速度及产品交付能力。公司首次公开发行的募集资金投资项目实施地点分别位于天津雄邦、南通雄邦，投资总额分别为 7.36 亿元、5.08 亿元，其中天津雄邦 IPO 募投项目预计将于 2020 年 2 月达产，南通雄邦 IPO 募投项目已于 2019 年 4 月进入达产期。公司公开发行可转换公司债券共 4 个募集资金投资项目正在有序推进，实施地点分别位于江苏文灿、天津雄邦、南通雄邦、文灿股份，投资总额分别为 6.11 亿、1.92 亿、1.09 亿、0.26 亿。江苏文灿于 2018 年 6 月通过司法拍卖取得江苏江旭铸造集团有限公司的相关土地、厂房、机器设备，此次募投项目将对江苏文灿厂房及生产设备进行改扩建及更新，引进先进、高效的生产设备，将江苏文灿打造成公司在长三角地区的第二个生产基地。天津雄邦将在现有生产基地的厂房内新增发动机系统（电机壳体）、变速箱系统零部件的生产线，扩充产能。南通雄邦将主要新增开展汽车零部件压铸模具的设计及制造，以满足公司快速发展带来的新增模具需求。文灿股份将投资建设研发中心及信息化项目，提升公司技术创新能力以及企业管理水平，增强公司现有业务的盈利能力及生产管理效率。

图表3. 公司各生产基地的主要产品及主要客户情况

生产基地	所在地	项目名称	主要产品	主要客户
文灿股份	广东佛山	文灿股份研发中心及信息化项目	变速箱系统、发动机系统、制动系统等	变速箱系统：格特拉克、森村商事、湖南吉盛等；发动机系统：长城汽车、索格菲、法雷奥、比亚迪等；制动系统：威伯科等。
文灿模具	广东佛山	-	汽车压铸件模具	内部销售

南通雄邦	江苏南通	大型精密模具设计与制造项目、汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	变速箱系统、车身结构件、底盘系统、发动机系统、制动系统等	变速箱系统：大众（速腾、迈腾等车型），长城汽车、爱思帝达耐时（上海）驱动系统有限公司等； 车身结构件：特斯拉、奔驰、蔚来（ES8）等； 底盘系统：采埃孚天合等； 发动机系统：威伯科、马勒等； 制动系统：威伯科、瀚德等。
天津雄邦	天津	雄邦自动变速器关键零件项目、天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	变速箱系统、新型号的变速箱系统、发动机系统（新能源汽车电机）	变速箱系统：大众（速腾、迈腾等车型），大众新车型（正在洽谈）； 发动机系统：大众（新能源汽车电机）。
江苏文灿	江苏宜兴	新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目	新型号的发动机系统、变速箱系统、底盘系统；新车型的车身结构件等	车身结构件：上海蔚来（ES6）等； 其他产品：上海柴油机股份有限公司、奇瑞汽车股份有限公司、浙江万里扬股份有限公司、安徽华菱汽车有限公司等。

资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 业务布局：市场定位清晰，精细高效生产

公司主营业务可分为两大类，其中汽车类压铸件为核心业务。汽车类压铸件产品覆盖发动机系统、电子控制系统、传动系统、底盘转向系统、制动系统、空气管理系统、雨刷系统及车身结构件。公司业务布局定位清晰，专注于汽车铝合金精密压铸件领域，精耕细作，形成产量大、效率高、品种多的企业特色。

图4. 公司主营业务可分为两大类，其中汽车类压铸件为核心业务

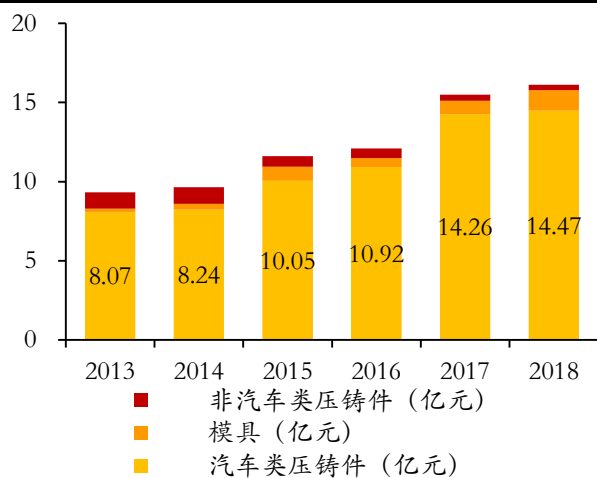


来源：招股说明书、广证恒生

公司主要从事汽车类压铸件业务。压铸属铸造的一种，指一种利用高压将金属熔液压入压铸模具内，并在压力下冷却成型的一种精密铸造方法。在铸造的各种方法中，压铸是技术最先进、效率最高的精密零部件制造技术之一，作为一种少、无切削的近净成形金属热加工成型技术，其产品具有精密、质轻、美观等诸多优点，广泛应用于汽车行业。

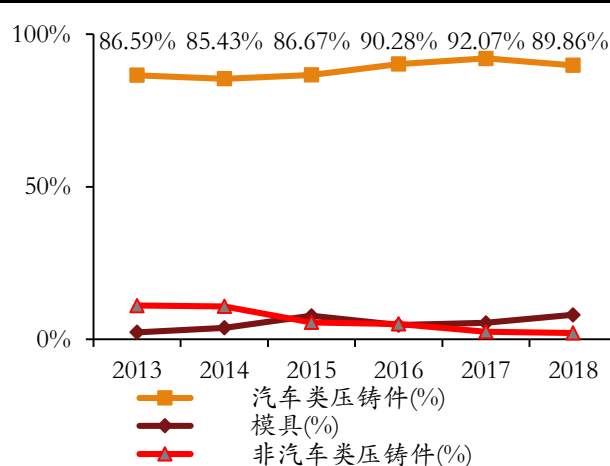
公司主营业务包括汽车类压铸件、非汽车类压铸件、模具三个类别。汽车类压铸件收入处于增长趋势，过去五年从 85% 上升至 90%，2018 年营收占比为 90%。公司汽车类压铸件业务营业收入逐年上升，由 2013 年的 8.07 亿元上升至 2018 年的 14.47 亿元，2018 年汽车压铸件收入增长明显放缓，主要受到 2018 年乘用车总产量下降的影响。非汽车类压铸件处于萎缩状态，过去五年营收占比从 10% 下降至 2%。模具收入稳步上升，2018 年营收占比为 8%。

图表5. 公司绝大部分收入来自汽车类压铸件



资料来源：同花顺 iFinD、广证恒生

图表6. 当前公司汽车类压铸件收入超过 89%

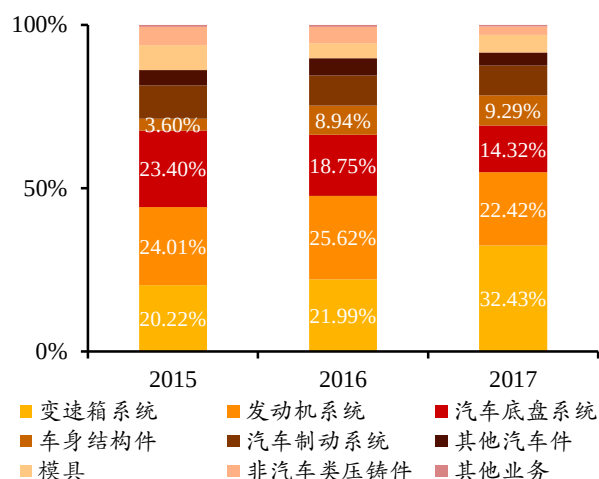


资料来源：同花顺 iFinD、广证恒生

汽车类压铸件业务包括变速箱系统、发动机系统、汽车底盘系统、车身结构件、汽车制动系统、其他汽车件。2015-2017 年，变速箱系统的营收占比从 20.2% 上升至 32.4%，主要是受大众变速箱零部件配套需求拉动所致。发动机系统的营收占比从 24% 下降至 22.4%，汽车底盘系统的营收占比从 23.4% 下降至 14.3%，车身结构件的营收占比从 3.6% 上升至 9.3%。汽车制动系统，其他汽车件的占比维持稳定。2018 年以后，公司无披露明细数据。

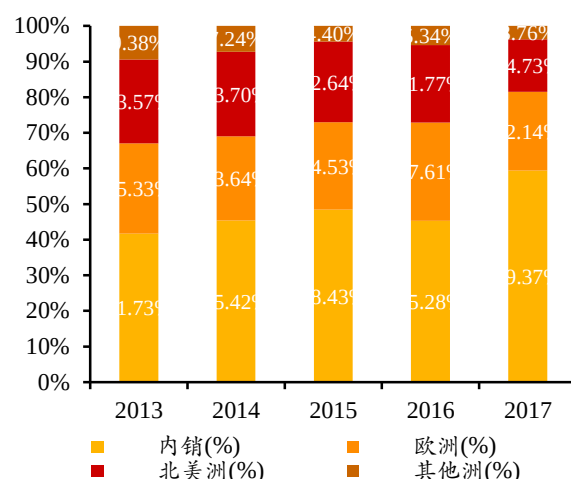
公司出口业务主要销往欧洲、北美和其他洲。出口业务增速低于内销业务，出口业务营收占比逐年下降。由于受到国际经济和政治局势的影响，公司出口业务增长较慢，2013-2016 年，出口业务从 3.88 亿到 4.37 亿。2017-2018 年，公司出口业务业绩增速放缓，从 4.37 亿到 4.07 亿。由于国内营业收入持续增长，而出口业务增长较慢，因此出口业务营收占比呈现逐年递减的趋势。2013-2017 年，从 58.2% 下降至 40.6%。2018 年出口业务占比为 34.6%。

图表7. 公司 2015-2017 年各业务营收占比



资料来源：Wind、广证恒生

图表8. 公司 2013-2017 年按地区营收构成



资料来源：同花顺 iFinD、广证恒生

2. 公司特色和优势

2.1 积累多年研发和生产经验，掌握铝制车身结构件制备技术

公司通过新材料、新工艺研发，开发出了可以替代铸钢的铝合金材料及配套压铸技术，并运用于变速箱换挡拨鼓等对耐磨要求特别高的汽车零部件，产品已实现批量生产并供给全球主要汽车变速箱生产商德国格特拉克（GETRAG）。铝合金具有密度低、相对机械强度高、环保可回收等优点，在大幅降低车身重量的同时兼具良好的安全性能，成为近年来主流车用新型材料。但对于一些对耐磨性要求特别高的汽车零部件，如变速箱换挡拨鼓等，过去一般采用铸钢材料，因为一般铝合金铸件难以达到其耐磨和硬度等性能要求。公司通过对铝合金材料及配套压铸技术进行研发，找到了解决的耐磨性和硬度等性能不足的方案，并实现了批量生产和供给，展示了公司在材料开发方面的优势和实力。

公司经过多年的研发和生产经验积累，目前已掌握车身结构件铝合金材料的制备技术，并已批量为特斯拉（TESLA）汽车、上海蔚来汽车、奔驰汽车供应铝合金车身结构件。目前汽车铝合金压铸技术最具技术含量的应用领域为车身结构件。车身结构件对汽车起支撑、抗冲击的作用，其质量直接关系到车身承载能力的好坏，因此对强度、延伸率、可焊接性都有着极高要求。公司持续研发并提高车身结构件铝合金材料制备技术及相关生产工艺技术，积累了丰富的生产经验，推动新产品的量产和交付，且在行业中具备很强的竞争力，赢得了优质客户的信任。

图表9. 变速箱换挡拨鼓及车身结构件产品展示



资料来源：公司官网、广证恒生

公司通过与知名整车厂商和一级零部件供应商多年的产品合作开发和技术交流，自主研发和技术创新能力进一步提升，目前已经掌握高真空压铸技术、层流铸造技术等先进压铸技术。高真空压铸技术是在一般真空压铸技术的基础上进一步深化，使型腔真空度可以做到 30 毫巴以下，压铸出来的产品可以用于热处理，更好地提升材料机械性能。公司目前为特斯拉（TESLA）批量供应的车门框等车身结构件即采用高真空压铸技术压铸而成。层流铸造技术可以部分替代局部挤压技术、低压铸造技术，对于无法使用或不必要使用高真空压铸技术的产品，该技术可以大大降低产品的含气量、提高产品的性能。公司目前为法雷奥（VALEO）批量供应的空调压缩机缸体即采用层流铸造技术压铸而成。

图表10. 空调压缩机壳体产品展示



资料来源：公司官网、广证恒生

2.2 持续进行研发投入，保持技术领先地位

公司始终高度重视技术研发对公司业务发展的推动作用，每年投入大量经费进行新技术、新产品的研发工作。汽车铝合金压铸涉及产品方案设计、模具设计与制造、材料开发与制备、压铸工艺控制等多个环节，每一环节对铸件性能都起着至关重要的作用。强大的技术研发能力是公司持续保持技术领先的基础。目前，公司建立了广东省企业技术中心、江苏省企业技术中心、江苏省博士后创新实践基地、佛山市压铸工程技术研究开发中心，致力于新材料开发、精密压铸、精加工技术和工艺的研究，近年来开发了高性能铸造铝合金材料、压铸充型过程气体卷入多相流数值模拟、慢压射压铸成形、压铸微观孔洞三维断层扫描等压铸新材料、新技术。依托于公司较强的技术研发力量，公司多项产品获得省级“高新技术产品认定证书”，除利用自身的研发力量外，公司还通过与奔驰、大众、通用等汽车整车厂商的合作开发与技术交流，进一步提升自主研发和技术创新能力。此外，公司还与清华大学、华南理工大学、上海交通大学、东南大学等多家院校开展深度合作，逐步形成了内、外结合的研发体系和创新机制。

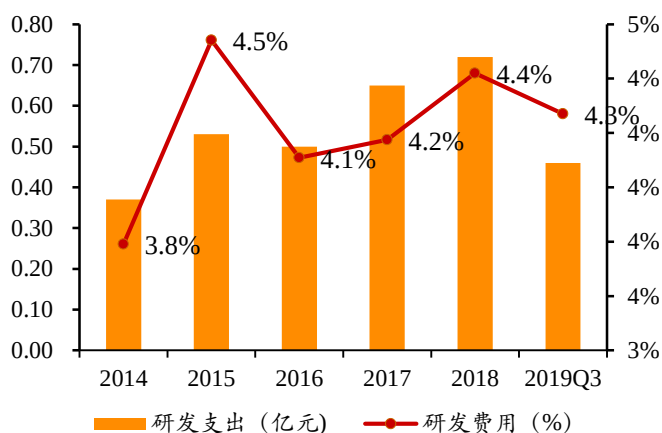
图表11. 公司多项产品获得省级“高新技术产品认定证书”

序号	产品名称	有效时间
1	高精密耐压汽车液力扭	2020 年 11 月
2	新能源汽车高强度铝合金车身结构件	2020 年 11 月
3	高性能汽车发动机皮带涨紧轮产品	2020 年 12 月
4	奔驰汽车高精密铝合金车身结构件	2021 年 12 月
5	大众 DCT 自动变速箱壳体	2021 年 12 月
6	新能源汽车高强度前减震结构件	2022 年 8 月
7	高精密自动变速器密封活塞	2022 年 7 月
8	Tesla 高精度铝合金车门结构件	2022 年 7 月
9	高端复杂汽车发动机系统铝合铸铸件	2022 年 12 月
10	高精密汽车变速箱铝合金铸件	2022 年 12 月
11	高性能汽车刹车系统铝合金铸件	2022 年 12 月
12	汽车空调压缩机用铝合金铸件	2022 年 12 月
13	高压高真空车体结构件模具	2022 年 12 月
14	汽车变速箱壳体模具	2022 年 12 月

资料来源：招股说明书、广证恒生

公司持续加大研发投入，拥有多项国际先进性技术，稳步推进新产品研发及量产交付。2019 年前三季度，公司研发费用 4631.92 万元，占营业收入比例为 4.27%。重点研发项目包括：大众新能源 MEB 平台重点项目核心零部件电机壳体的项目；北京奔驰、广汽新能源、上海蔚来车身结构件项目；日本法雷奥空调压缩机项目；法国三电新能源空调压缩机项目；格特拉克混合动力拨鼓项目。

图表12. 持续进行研发投入，近5年占比4%以上



资料来源：Wind、广证恒生

图表13. 公司拥有多项国际先进技术

主要技术	先进性	所处阶段
高延伸率合金应用技术	国际先进	批量生产
高真空压铸技术	国际先进	批量生产
局部挤压技术	国际先进	批量生产
层流压射技术	国际先进	批量生产
可控高压点冷技术	国际先进	批量生产
仿真数字化模拟分析技术	国际先进	批量生产

资料来源：招股说明书、广证恒生

公司在产品方案设计以及模具设计与制造方面独具特色，将客户的需求放在首位，不断完善产品，建立长期稳定合作。不同于一般压铸企业只能按客户提供的设计图进行生产，公司凭借先进的技术和经验优势，广泛参与到高端客户奔驰、大众、特斯拉 (TESLA)、上海蔚来的产品前期设计，在满足客户需求的基础上，协助其进行产品结构、性能、成本等方面的改良。公司成立了独立的文灿模具全资子公司，是国内少数拥有大型和复杂模具自制能力的汽车铝合金压铸企业，可以对客户需求进行快速反应和持续改善。

图表14. 公司多项产品获得省级“高新技术产品认定证书”

类别	主要工艺	主要原材料	主要客户	生产模式	销售模式
模具	模具设计、材料粗加工、材料热处理、精加工、表面处理	模芯钢材、模架	大众、奔驰、邦奇、特斯拉、马勒	以销定产，在通过客户认证且获得订单后，公司与客户一般会就产品签订相应的模具及配套工装开发合同	直销
汽车类压铸件	熔料、压铸成型、热处理、精加工	铝合金	威伯科、大众、采埃孚天合、格特拉克、特斯拉	以销定产，根据客户订单进行生产	直销
非汽车类压铸件	熔料、压铸成型、热处理、精加工	铝合金	美商汉爱、宾士域	以销定产，根据客户订单进行生产	直销

资料来源：招股说明书、广证恒生

2.3 集中优质客户资源，受益于大众、特斯拉等客户放量

2.3.1 与国内外知名一级零部件供应商和整车厂商建立了稳固的合作关系

依托公司在技术研发、质量管理等方面的综合优势，公司与国内外知名汽车一级零部件供应商和汽车整车厂商建立了稳固的合作关系，公司客户覆盖中国、欧洲、美洲、日本。汽车行业对产品的质量、性能和安全具有很高的标准和要求，汽车零部件供应商在进入整车厂商或上一级零部件供应商的采购体系前须履行严格的资格认证程序，而这一过程往往需要耗费合作双方巨大的时间和经济成本，因此一旦双方确立供应关系，其合作关系一般比较稳定。

图表15. 公司合作客户分布于中国、欧洲、美洲和日本



资料来源：公司官网、广证恒生

公司凭借产品在技术、质量等方面的优越性，先后成为采埃孚天合（ZF TRW）、威伯科（WABCO）、法雷奥（VALEO）、格特拉克（GETRAG）、瀚德（HALDEX）、博世（BOSCH）、马勒（MAHLE）、加特可（JATCO）等一级零部件供应商和通用、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉（TESLA）、上海蔚来、吉利、比亚迪等整车厂商的全球供应商。国内外知名整车厂商和一级零部件供应商的认可，为公司在汽车铝合金压铸件领域建立了较高的品牌知名度，为公司持续快速发展奠定了坚实的基础。

图表16. 公司部分客户类型、客户名称及销售内容

客户类型	客户名称	销售内容
整车厂商	大众	变速箱系统零件
	特斯拉	车身结构件、汽车件其他零件
	上海蔚来	车身结构件
	奔驰	车身结构件
	长城汽车	变速箱系统零件、发动机系统零件
	通用	车身结构件、发动机系统零件
一级零部件供应商	威伯科	发动机系统、汽车件其他零件
	采埃孚天合	底盘系统零件、汽车件其他零件
	格特拉克	变速箱系统零件
	马勒	发动机系统零件

	法雷奥	发动机系统零件、汽车件其他零件
	索格菲	发动机系统零件
	邦奇	变速箱系统零件
	湖南吉盛	变速箱系统零件

资料来源：招股说明书、广证恒生

近4年公司前五大客户结构有所调整，整体趋势是更加集中，且客户资源更加优质。大众汽车、威伯科、特斯拉、格特拉克、采埃孚天合近两年对公司销售收入的贡献较大。2018年公司前五大客户为大众汽车、威伯科、特斯拉、格特拉克、采埃孚天合，分别贡献销售收入2.71亿元、2.32亿元、1.57亿元、1.28亿元、1.22亿元，合计9.10亿元，分别占比16.48%、14.38%、9.75%、7.94%、7.55%，共占比56.46%。2019年前三季度，公司前五大客户为大众、威伯科、格特拉克、特斯拉、上海蔚来，分别贡献销售收入1.93亿、1.3亿、9200万、9200万、7400万，分别占比17.8%、12%、8.5%、8.5%、6.8%。

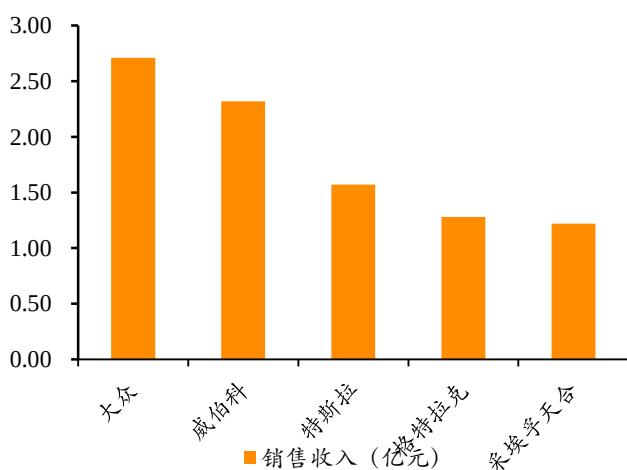
图表17. 2015-2018年公司前五大客户一览（单位：亿元）

收入预测	2015	2016	2017	2018
大众		0.32	1.97	2.71
威伯科	1.57	1.81	2.38	2.32
特斯拉	0.75	1.12	1.11	1.57
格特拉克		0.81	1.13	1.28
采埃孚天合	2.22	1.83	1.79	1.22
合计		5.89	8.38	9.10
占比		48.40%	54.16%	56.46%
销售收入	11.67	12.17	15.57	16.20

资料来源：公司招股书，历年财报、广证恒生

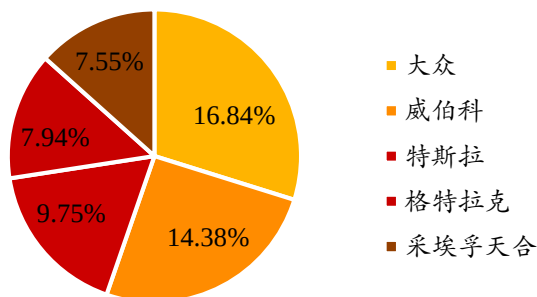
注：15-17年数据来自招股书，18年汇总收入来自财报，分客户数据来自广证恒生测算。

图表18. 2018年前五大客户销售收入



资料来源：Wind、广证恒生

图表19. 2018年各客户销售收入占比



资料来源：Wind、广证恒生

2.3.2 大众深化本土化战略，公司配套份额持续扩大

2018年度，公司对第一大客户大众整车厂商的产品订单收入持续提升，贡献营业收入2.71亿元，占比16.84%，随着大众本土化战略的推进，天津雄邦产能的扩充，预计公司配套份额将持续扩大。公司有两

家生产基地参与大众变速箱系统的生产，分别位于天津和江苏，两家工厂原生产线主要为速腾、迈腾等车型生产变速箱系统。最新的“天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目”由天津雄邦实施，在现有的厂房内新增发动机系统、变速箱系统零部件的生产线，扩产产能。主要为大众配套提供电机壳体及变速箱壳体。其中电机壳体是公司配套大众新能源汽车开发的新产品，已和大众签订框架协议，要求年最低产能达 71 万套。变速箱壳体系公司正在和大众洽谈的新型号，和公司现有变速箱壳体的型号、搭载车型、性能不同，公司将根据目前洽谈的情况设计募投项目产能。天津雄邦“雄邦自动变速器关键零件项目”预计 2020 年 2 月达产。目前，天津雄邦“天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目”已投入约 6000 万元，预计 2023 年 11 月达产。

图表20. 大众位于天津雄邦和南通雄邦的生产线

生产基地	项目名称	主要产品	主要客户
天津雄邦	新增募投项目：天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	新型号的变速箱系统 发动机系统	变速箱系统：大众新车型（正在洽谈） 发动机系统：大众新能源汽车电机
	前次募投项目：雄邦自动变速器关键零件项目	变速箱系统等	变速箱系统：速腾、迈腾等车型
南通雄邦	前次募投项目：汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	变速箱系统等	变速箱系统：速腾、迈腾等车型。

资料来源：招股说明书、广证恒生

大众集团近年来加快产品更新节奏，全球销量和在华销量保持较好发展趋势。

2018 年大众集团实现全球销量 1083.40 万辆，同比增长 0.86%，销售收入达 2358.49 亿欧元，同比增长 2.74%，预计 2019 年公司产品交付量略高于去年水平，销售收入同比上升 5% 达 225.34 亿欧元。

2018 年大众集团（含奥迪）实现在华销量 414.2 万辆。上汽大众（含斯柯达）实现销售 206.5 万辆，其中斯柯达销量 35.2 万辆。一汽大众实现销售 141.7 万辆，一汽奥迪实现销售 66 万辆，两个品牌合计销售 207.7 万辆。虽然 2019 年汽车行业整体需求有所下降，但大众集团加快在华产品上市节奏，补全 SUV 产品序列，2019 年销量跑赢了市场。截至 2019 年 11 月，一汽大众前 11 个月终端累计销量为 189.57 万辆，同比增长 2.1%。上汽大众 1-11 月累计销量为 176.7 万辆，同比下滑 6.72%。

大众集团推动更多的车型搭载 DCT 变速箱，提高 DCT 变速箱配套比例。

大众汽车旗下车型主要搭载 DCT 双离合变速箱，2018 年大众汽车旗下车型 DCT 变速箱搭载率超过 50%。由于大众汽车自己生产 DCT 双离合变速箱，而 AT 自动变速箱需要外购，未来大众汽车将为更多的车型搭载 DCT 变速箱，提高 DCT 变速箱比例。大众集团在华共有两家变速箱生产工厂，分别位于天津与大连。大众（天津）变速箱工厂和大众（大连）变速箱工厂规划 2020 年 DCT 变速箱产能 320 万套。

（1）大众（天津）。大众（天津）变速箱工厂于 2012 年 7 月始建，2014 年 11 月正式投产。目前主要生产 DQ380（主要供应途观 L、奥迪 A3）、DQ500（途昂、奥迪 Q3 高配）以及 DL382/DL383（奥迪 A4L、奥迪 A6L、大众辉昂）等系列双离合变速箱。据了解，大众（天津）变速箱工厂规划 DQ380 和 DQ381 产能为 135 万套，规划 DQ500 产能 45 万套。DL382/DL383 变速器一期工程产能为 9 万套，二期工程 24 万套，未来 3 期工程投产后产能将达到 48 万套。

（2）大众（大连）。大众（大连）变速箱工厂于 2007 始建，2010 年正式投产。该工厂一期设备为德国卡塞尔工厂整体搬迁而来，并经过二期和三期改扩建。目前工厂总占地面积达 17 万平方米，主要供应给一汽大众和上汽大众，已为中国市场的大众、奥迪以及斯柯达品牌共 18 款畅销车型提供了超过 400 万台的变速箱，并用于 EA888 发动机的 AVS（可变气门升程）凸轮轴生产车间。据了解，大众（大连）变速箱工厂规划 DQ200 产能为 140 万套。

图表21. 大众集团近2年销售情况及2019年销售目标

主要品牌	2017年销售情况		2018年销售情况				公司产品配套的主要车型	2019年销售目标
	销量/万辆	销售收入	销量/万辆	同比增幅	销售收入	同比增幅		
大众	623	791.86 亿欧元	624.5	2.41%	845.85 亿欧元	6.82%	途观、速腾、迈腾、凌度等	交付量将略高于去年的水平；销售收入将同比增长 5%
奥迪	188.2	597.89 亿欧元	181.8	-3.40%	592.48 亿欧元	-0.90%	奥迪 A4 等	
斯柯达	120.1	165.59 亿欧元	125.4	4.41%	172.93 亿欧元	4.43%	速派 Superb 等	
其他	142.9	740.16 亿欧元	151.7	6.16%	747.23 亿欧元	0.96%	-	
合计	1,074.20	2,295.50 亿欧元	1,083.40	0.86%	2,358.49 亿欧元	2.74%	-	

资料来源：公司公告、广证恒生

2.3.3 占据特斯拉先发优势，2020 年国产后需求有望爆发

公司 2014 年下半年与特斯拉建立合作关系，在新能源汽车、车身结构件轻量化方面具有先发优势。公司主要为特斯拉开发、生产车身结构件产品（包括车身后后减震塔、空调支架、电池盒支架及车门门框等产品），并在 2015 年开始大批量生产。公司多年以来持续研发并提升高真空压铸技术、应用于高真空压铸的模具技术、特殊材料开发或制备技术及相关生产工艺技术，为新能源（电动）汽车、车身结构件轻量化积累了丰富的技术和经验，目前与特斯拉已进入稳固合作阶段。

图表22. 公司在新能源汽车、车身结构件轻量化方面具有先发优势

同行业公司名称	车身结构件			新能源汽车		
	成功研发时间	批量生产时间	客户名称	成功开拓时间	是否实现量产	
广东鸿图	2016年	-	-	2016年	未披露	未披露
爱柯迪	-	-	-	-	-	-
鸿特精密	-	-	-	-	-	-
旭升股份	-	-	-	2014年	是	特斯拉、麦格纳等
宜安科技	-	-	-	2014年	是	特斯拉、比亚迪等
春兴精工	-	-	-	2017年	未披露	
文灿股份	2014年	2014年	特斯拉、奔驰、上海蔚来	2014年	是	特斯拉、上海蔚来等

资料来源：招股说明书、广证恒生

2018 年特斯拉实现销量 24.55 万辆，同比增长 37.89%，销售收入为 176.32 亿美元，高速增长 106.58%，预计 2019 年公司产品交付量将提升 50% 左右，销量达 36-40 万辆。特斯拉旗下车型使用钢铝混合车身，结构件中九成以上使用铝合金压铸件，公司配套的主要产品有配套 Model X、Model S、Model 3 等车型，其中 Model S 和 Model X 均采用了铝门框，公司是在华唯一供应商。公司供应特斯拉的配套产品的毛利率较普通产品更高，2015-2017 年供应特斯拉的毛利率为 55%、54%、53%。2019 年以来特斯拉一方面扩大产量，一方面采取措施降低成本，我们认为公司配套特斯拉的销量将会增长，而毛利率将会有所下降。

图表23. 特斯拉近2年销售情况及2019年销售目标

主要品牌	2017年销售情况		2018年销售情况				发行人产品配套的主要车型	2019年销售目标
	销量/万辆	销售收入	销量/万辆	同比增幅	销售收入	同比增幅		
特斯拉	10.32	85.35 亿美元	24.55	37.89%	176.32 亿美元	106.58%	Model X、Model S、Model 3	2019 年汽车交付量预计将提

其他	-	32.24 亿美元	-	-	38.29 亿美元	18.77%	-	升 50%左右, 达到 36-40 万辆
合计	-	117.59 亿美元	-	-	214.61 亿美元	82.51%	-	

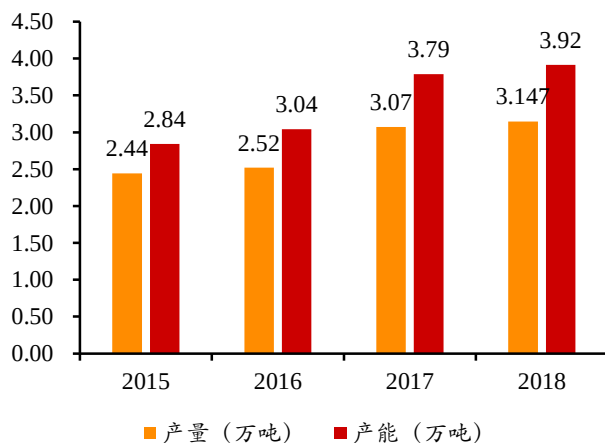
资料来源：公司公告、广证恒生

总投资约 20 亿美元, 特斯拉以极快的速度推进其国产化进程, 上海超级工厂一期目标年产量 25 万辆, 完全达产后至 50 万辆/年, 特斯拉的放量将为公司提供更多的配套机会。根据协议, 特斯拉上海超级工厂 Gigafactory 3 规划在预计 2-3 年建设之后整车年产能达到 50 万辆, 周产能约 9600 辆, 未来将率先投产特斯拉 Model 3 (初期目标产能 3000 辆) 和 Model Y (2019 年 3 月推出并于 2020 年投入量产) 两款车型, 项目一期产能目标为 25 万辆/年, 2019 年年底将率先实现 15 万辆/年产能。此外, 与特斯拉在美国的弗里蒙特工厂及内华达超级工厂生产模式不同, 特斯拉上海超级工厂将实现锂电池生产及电动车装配在同一场地进行, 同时还将集研发与销售等功能于一体, 在上海实现全产业链供应, 并且根据特斯拉的计划, 上海超级工厂生产的产品不仅会在中国市场销售, 也可能会在其他国家进行销售, 这意味着特斯拉不仅将中国作为重要的销售市场, 还要继续发掘中国汽车市场内在的产能, 为公司未来的业绩增长创造了机会。

2.4 可转债募资投扩产, 扩大精密压铸件产能供给

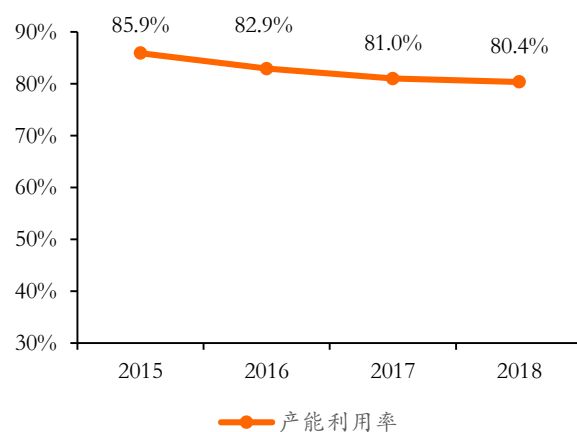
公司发行可转债募集 8 亿元资金, 用于投资“新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目”和“天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目”, 以扩张现有的精密压铸件产能。公司 2015 至 2018 年产能和产量持续扩张, 但产能利用率逐年下降, 产能利用率分别为 85.94%、82.92%、81.01%及 80.36%。公司为客户额外的订单预留了 10%-20%的产能, 因此产能利用率为 80%左右具有一定的合理性。另一方面, 前次募投项目处于逐步达产期, 影响了公司整体的产能利用率, 预计明年产能释放后业绩将迎来好转。

图表24. 2015-2018 年产能和产量持续提升



资料来源：公司年报、广证恒生

图表25. 2015-2018 年产能利用率小幅下滑



资料来源：公司公告、广证恒生

公司产能利用率已超过 80%, 在满足现有主要客户产品的最低产能要求的情况下, 产能利用趋于饱和, 公司需扩大产能应对不断增长的市场需求, 扩大生产规模, 合理配置先进、高效的生产线, 为公司持续发展打下基础。公司前次募投项目于 2016 年开工建设, 其中“雄邦自动变速器关键零件项目”2016-2017 年处于建设期、2018-2020 年 2 月处于逐步达产期, 预计于 2020 年 2 月全面达产。“汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目”2016 年处于建设期, 2017-2019 年 4 月处于逐步达产期, 2019 年 4 月全面达产。随着前次募投项目的建设, 公司产能规模逐步扩大, 但是在建设完成后, 公司进行还要进行产



品试制、量产审核、量产爬坡等阶段，逐步达产，对应项目产品销售的收入只能随着产能的释放逐步提升，通常要 2-3 年才能实现 100%达产，在这个阶段，新项目的产能利用率较低，由于前次募投项目的逐步达产期均处在报告期，进而影响了公司整体的产能利用率。公司产能分布在广东文灿、南通雄邦和天津雄邦三个生产基地，该等三个生产基地的规划产能分别为 14,800.00 吨、19,500.00 吨和 8,900.00 吨，天津雄邦通过本次募投项目在现有的厂房内新增电机壳体和新型号的变速箱壳体的生产线，扩产原有产能；江苏文灿通过本次募投项目引进先进、高效的生产设备，打造公司在长三角地区的第二个生产基地。

图表26. 公司各产品条线的产能规划和分布情况

公司名称	目前产品条线 (含前次募投项目)	目前规划 产能 (吨)	目前生产 主要产品	本次募投项目产品条线	本次募投项目 主要产品
广东文灿	①压铸机: 49 台 ②机加工生产线: 135 条 (其中发动机系统 84 条、变速箱系统 34 条、制动系统 10 条、底盘系统 4 条、非汽车压铸件 3 条)	14,800.00	变速箱系统、发动机系统、制动系统等	无	无
南通雄邦	①压铸机: 71 台 ②机加工生产线: 80 条 (其中变速箱系统 33 条、车身结构件 19 条、发动机系统 14 条、制动系统 14 条)	19,500.00	变速箱系统、车身结构件、底盘系统、发动机系统、制动系统等	无	无
天津雄邦	①压铸机: 12 台 ②机加工生产线: 43 条 (其中变速箱系统 39 条、底盘系统 4 条)	8,900.00	变速箱系统等	①压铸机: 3 台 ②机加工生产线: 4 条 (其中发动机系统 2 条、变速箱系统 2 条)	新型号的变速箱系统、发动机系统 (新能源汽车电机)
江苏文灿	无	无	无	①压铸机: 13 台 ②机加工生产线: 25 条 (其中发动机系统 14 条、变速箱系统 6 条、车身结构件 2 条和底盘系统 3 条)	新型号的发动机系统、变速箱系统、底盘系统; 新车型的车身结构件等

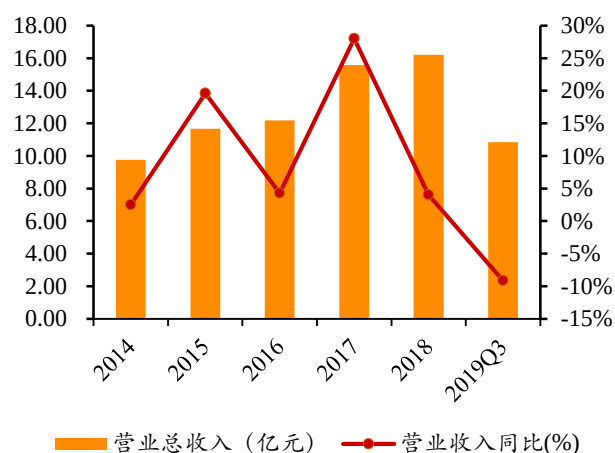
资料来源: 公司公告、广证恒生

3. 业绩处于拐点，好转迹象显现

3.1 业绩表现处于低位，整体情况仍然健康

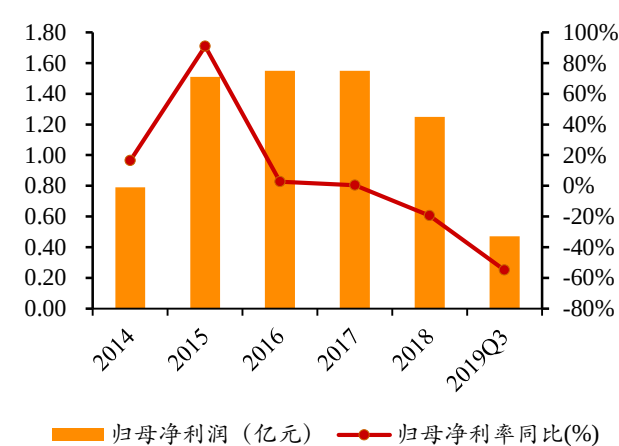
过去五年公司营业收入持续增长，18 年车市遇冷业绩承压，2019 年前三季度业绩下滑。2014-2017 年期间，在宏观经济上行和国内政策红利驱动的背景下，我国汽车产业蓬勃发展，公司实现了快速的业绩增长，营业收入从 2014 年的 9.76 亿元上升至 2017 年的 15.57 亿元，复合增长率达 16.85%；归母净利率从 0.79 亿元上升到 1.55 亿元，复合增长率达 25.19%。2018 年汽车市场不景气，公司业绩受到了一定的影响，营收小幅上升至 16.20，升幅 4.05%；归母净利率下滑至 1.25 亿元，降幅 19.36%。2019 年公司业绩承受较大压力，前三季度营业收入为 10.85 亿元，归母净利率为 0.47 亿元。

图表27. 2014-2019 年营业收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD、广证恒生

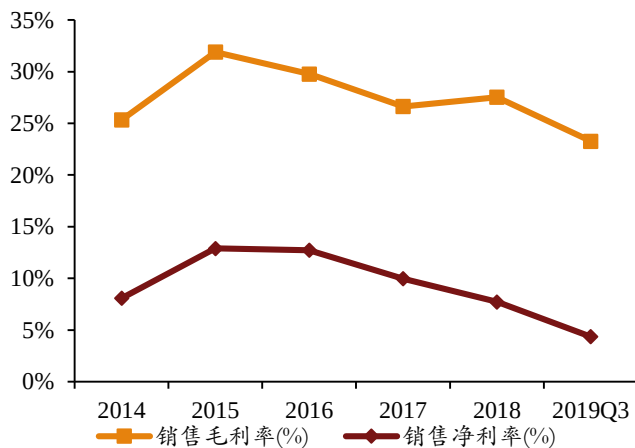
图表28. 2014-2019 年归母净利率及增速



资料来源: 同花顺 iFinD、广证恒生

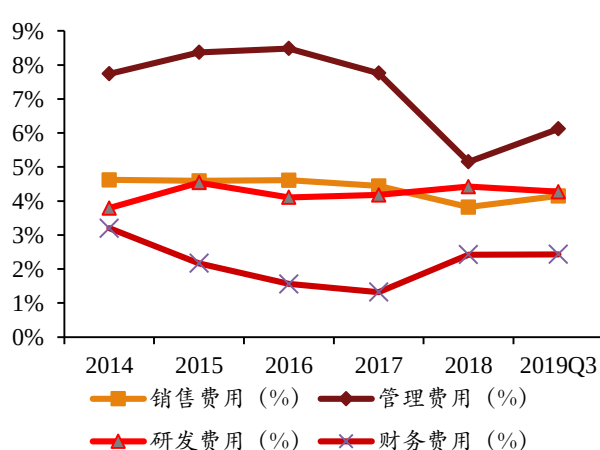
公司毛利净利维持较高水平,但整体呈现下滑趋势;公司研发费用率维持较高水平超过4%,2019 年管理费用率小幅上升。过去五年公司毛利率维持在 25%以上,处于行业较高水平;销售净利率维持在 7.7%以上,但整体上毛利和净利呈现下滑趋势。2019 年前三季度公司毛利率为 23.27%,净利率为 4.36%。虽然下游汽车行业需求有所下降,但依然处于高位调整,且随着单车用铝量的大幅上升,抵消了汽车产销量下降的影响,综合而言,汽车铝合金压铸件的需求将持续增长,预计 2019 年毛利率有望超越去年的业绩。受管理费用上升的影响,净利率下滑较为明显。公司持续维持较高的研发投入,近四年研发费用率均超过 4%,2019 年前三季度管理费用率小幅上升至 6.1%,主要原因是公司子公司天津雄邦处于逐步达产期、江苏文灿处于试生产阶段,且员工的工资待遇水平提高。

图表29. 公司毛利率与净利率变化



资料来源: Wind、广证恒生

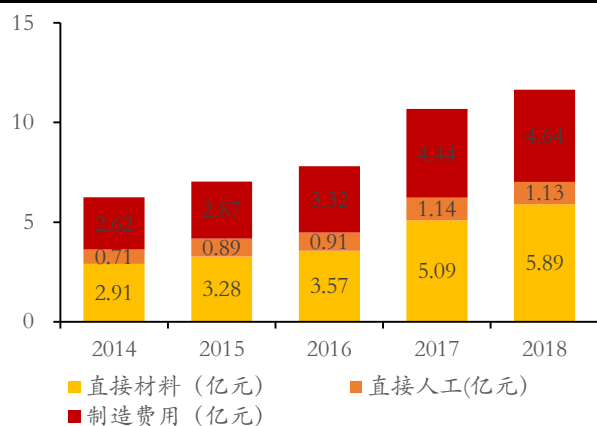
图表30. 公司研发费用维持较高水平超过 4%



资料来源: Wind、广证恒生

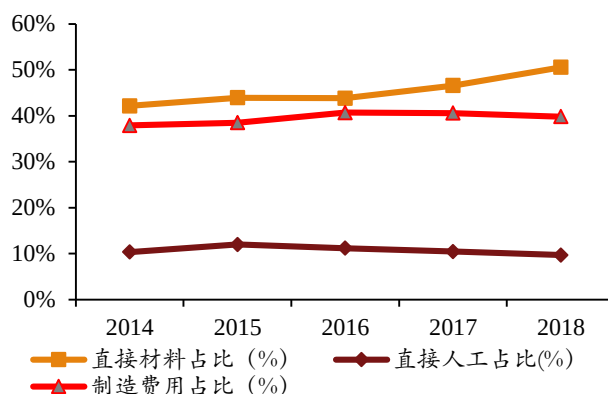
公司汽车类压铸件的成本逐年上升,其中直接材料成本占比最大,制造费用和直接人工占比较为平稳。公司汽车类压铸件的成本逐年上升,一方面原因是汽车类压铸件产量逐年放大,另一方面是单位生产成本平稳上升。公司的成本结构中,直接材料占据主要部分,2018 年达到峰值 50.54%,主要原因是单位直接材料成本从 1.7 万元/吨上涨至 1.9 万元/吨。2018 年直接人工和制造费用占比均有所下降,得益于公司持续提升生产工艺,提高产品生产效率,持续加强产品质量管控、降低产品不良率。

图表31. 汽车类压铸件成本构成



资料来源: Wind、广证恒生

图表32. 汽车类压铸件直接材料成本占比最大

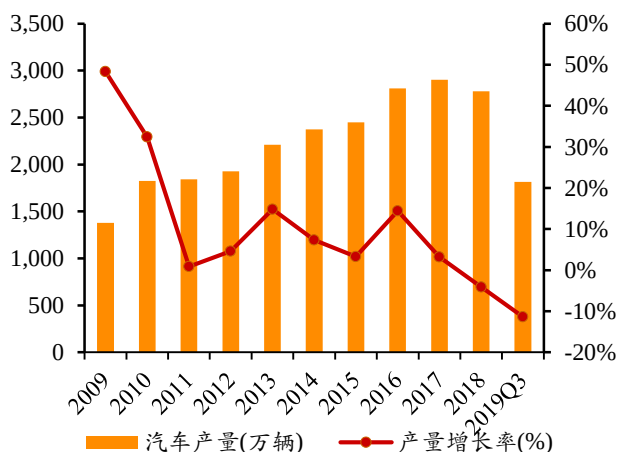


资料来源: Wind、广证恒生

3.2 行业不景气叠加产能爬坡, 拖累公司业绩表现

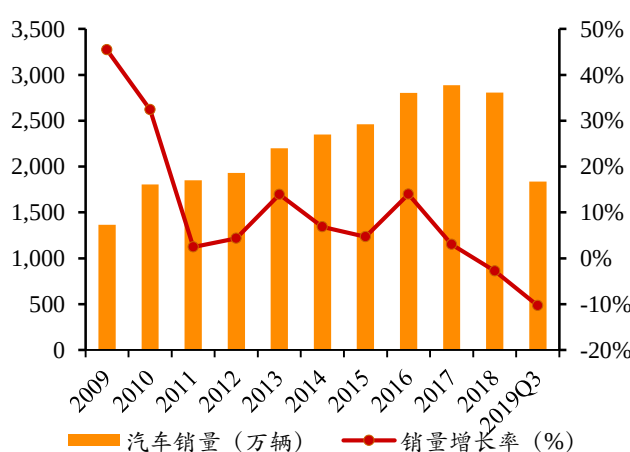
受宏观经济下滑、中美贸易摩擦、车辆购置税退出、新能源补贴退坡等多重消极因素影响, 我国车市不如预期, 2018 年产销量出现了首次负增长, 导致汽车零部件企业普遍业绩承压。2019 年以来, 汽车行业积极响应国家蓝天保卫战的号召, 排放标准“国五”升级到“国六”, 以及部分地区提前实施“国六”排放标准, 各大主要汽车厂家和品牌的产销量均面临压力; 同时, 整体宏观经济景气度下行, 消费者短期内持币观望态势明显, 使得 2019 年前三个季度的汽车产销数据并不乐观, 根据中国汽车工业协会统计数据显示, 2019 年前三季度, 中国汽车产销量分别为 1,814.9 万辆和 1,837.1 万辆, 产销量比上年同期分别下降 11.4% 和 10.3%。受下游汽车整车产销量下降的影响, 公司 2019 年前三季度营业收入较上年同期下降 9.14%, 归母净利率同比下降 55%。

图表33. 2009-2019 年中国汽车产量及增长率



资料来源: 中国汽车工业协会、广证恒生

图表34. 2009-2019 年中国汽车销量及增长率



资料来源: 中国汽车工业协会、广证恒生

天津雄邦、南通雄邦、江苏文灿、文灿股份四家子公司正在规划与实施重大资产投资项目, 天津雄邦处于逐步达产期、江苏文灿处于试生产阶段使得其各项管理费用增加, 对净利率产生了一定的影响。目前南通雄邦“汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸技改项目”已进入达产期, 2019 上半年实现 2194 万元收益。天津雄邦“雄邦自动变速器关键零件项目”正处于产能爬坡阶段, 成本费用较高, 预计 2020 年 2 月达产。截至 2019 年 11 月, 江苏文灿“新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目”已投入约 1 亿元, 初步建好约 10000 平方米的厂房 (部分厂房建设中), 已到位 4 台低压铸造机及 4 台制芯机

等设备，在安装调试中。同时，天津雄邦“天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目”已投入约 6000 万元，预计 2023 年 11 月达产。南通雄邦大型精密模具设计与制造项目及文灿股份研发中心及信息化项目处于前期规划阶段。

图表35. 公司正在实施的重大项目累计投入及产生效应情况

投资主体	项目名称	2019 年 1-6 月实 际投入 金额	截至 2019 年 6 月 30 日累 计实际投入 金额	资金来源	完成情况或计 划完成时间	预计收益	2019 年 1- 6 月实现 的收益
天津雄邦	雄邦自动变速器关键零件项目	217.08	87,180.41	自有资金及首发募集资金	预计 2020 年 2 月达产	10,917.03	-1,400.65
南通雄邦	汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	1,698.05	42,780.91	自有资金及首发募集资金	已于 2019 年 4 月进入达产期	6,925.80	2,194.38
江苏文灿	新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目	7,143.12	7,143.12	自有资金及可转债募集资金	预计 2023 年 1 月达产	11,536.30	不适用
天津雄邦	天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	3,565.94	3,959.61	自有资金及可转债募集资金	预计 2023 年 11 月达产	2,439.00	不适用
南通雄邦	大型精密模具设计与制造项目	0	0	自有资金及可转债募集资金	预计 2023 年 6 月达产	1,789.50	不适用
文灿股份	文灿股份研发中心及信息化项目	0	0	自有资金及可转债募集资金	预计 2021 年 6 月完成建设	不适用	不适用

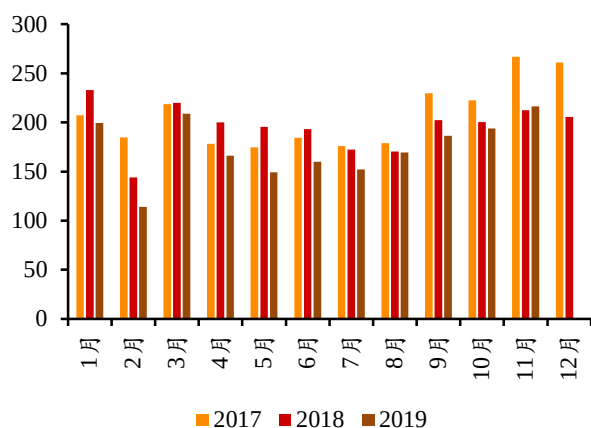
资料来源：公司公告、广证恒生

3.3 预期拐点出现，发展未来可期

3.3.1 行业边际改善，月度跌幅收窄

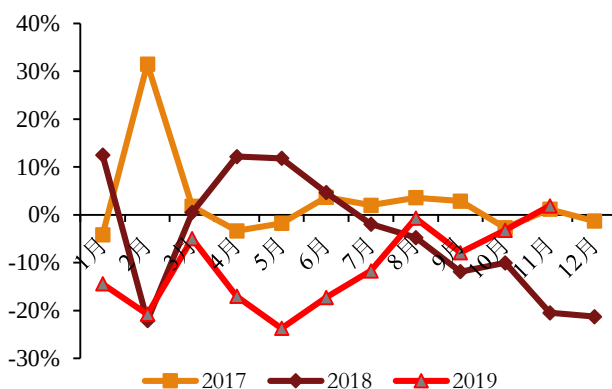
2019 年四季度以来汽车销量降幅明显缩窄，已逐步开启复苏，预计 2020 年有望迎来企稳回升，如接触限购将锦上添花，加快汽车行业复苏，推动汽车零部件需求上升。2019 年 11 月，乘用车产销分别完成 216.3 万辆和 205.7 万辆，均达到今年以来的月度水平，产销量环比分别增长 11.6%和 6.7%，产量同比增长 1.9%，销量同比下降 5.4%，降幅较上月缩小 0.4pct。今年前 11 个月，乘用车产销分别为 1917.5 万辆和 1923.1 万辆，产销同比分别下降 10.7%和 10.5%。产销降幅较前 10 个月累计同比继续收窄。发改委发言人孟玮表示，要稳住汽车消费的大头，研究取消限制消费的政策。汽车工业占 GDP 的比例较高，汽车销量企稳回升有利于提升 GDP 增速，破除汽车消费限制，是拉动经济的核心。发改委推行逐步放宽或取消限购的具体措施，将推动汽车限购政策向引导使用政策转变，有效促进汽车消费回升，带动汽车零部件需求回暖。

图表36. 2017-2019 年中国乘用车月产量（万辆）



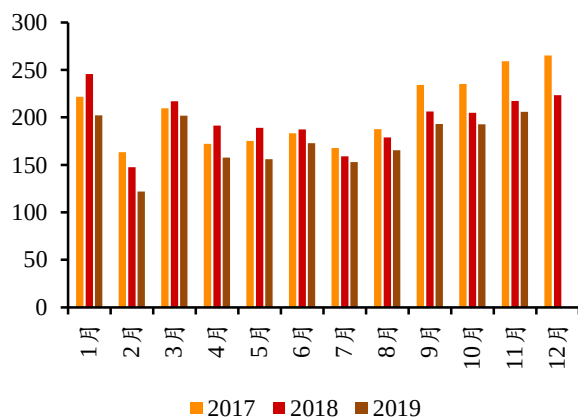
资料来源：中国汽车工业协会、广证恒生

图表37. 2017-2019 年中国乘用车月产量增长率



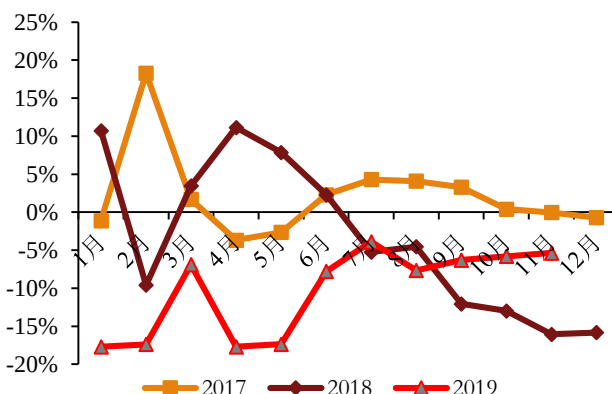
资料来源：中国汽车工业协会、广证恒生

图表38. 2017-2019 年中国乘用车月销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、广证恒生

图表39. 2017-2019 年中国乘用车月销量增长率



资料来源：中国汽车工业协会、广证恒生

3.3.2 天津工厂大众变速箱配套爬坡

子公司天津雄邦于2017年开始试生产，截至2019年上半年累计投资8.7亿元。主要就近配套大众生产变速箱系统零件，其在投产初期投入较大、产出率较低，导致产品生产成本较高，未实现收益。天津雄邦“自动变速器关键零件项目”预计于2020年2月达产，将大大提高公司产能，增强订单响应速度及产品交付能力。天津工厂主要配套大众、奥迪的变速箱壳体和阀体，大众dq380/dq381，dq500变速箱壳体配套单价为800-900元，阀体两个单价为200-300元，一年规划50万套变速箱壳体，90-100万套阀体，七年生产周期。天津工厂目前处于量产爬坡阶段，2018年亏损4659.73万元，2019年上半年亏损1400.65万元，2019年第四季度出货量环比提升40%，预计2020年项目产能利用率将进一步提升。

图表40. 天津工厂累计投入及产生效应情况

投资主体	项目名称	截至 2019 年 6 月 30 日累计实际投入金额	完成情况	主要配套品牌	产能情况	预计收益
天津雄邦	雄邦自动变速器关键零件项目	87,180.41	预计 2020 年 2 月达产	大众	规划 50 万套变速箱壳体，90-100 万套阀体年产能	10,917.03

资料来源：公司公告、广证恒生

3.3.3 股权激励方案，彰显未来发展信心

文灿股份 2019 年 12 月推出限制性股票与股票期权激励计划，激励对象涵盖公司董事、高级管理人员及中层管理人员，合计 115 人。本激励计划拟向激励对象授予权益总计 1,200.00 万股/份，涉及的标的股票为人民币 A 股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额 22,000.00 万股的 5.45%。其中，首次授予权益总数为 964.00 万股/份，占本计划草案公告时公司股本总额 22,000.00 万股的 4.38%，占拟授予权益总数的 80.33%；预留权益总数 236.00 万股/份，占本计划草案公告时公司股本总额 22,000.00 万股的 1.07%，占拟授予权益总数的 19.67%。根据激励计划草案，文灿股份给出了限售解禁的业绩考核要求：以 2019 年为基数，2020 年至 2022 年，公司营业收入增长率分别不低于 10%、20%和 40%；或者公司净利润增长率分别不低于 50%、80%和 150%；抑或是 2020 年、2020 年至 2021 年、2020 年至 2022 年合计营业收入分别不低于 2019 年营业收入的 110%、230%和 370%；或者合计净利润分别不低于 2019 年净利润的 150%、330%和 580%。股权激励计划明确了公司未来三年的目标，彰显了公司对未来发展的信心。

图表41. 股权激励方案中首次授予行权期 2020-2022 年业绩考核目标

首次授予行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 10%； 或者以 2019 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 50%
第二个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 20%； 或者以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 80%； 或者 2020 年和 2021 年合计营业收入不低于 2019 年营业收入的 230%； 或者 2020 年和 2021 年合计净利润不低于 2019 年净利润的 330%
第三个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 40%； 或者以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 150%； 或者 2020 年、2021 年和 2022 年合计营业收入不低于 2019 年营业收入的 370%； 或者 2020 年、2021 年和 2022 年合计净利润不低于 2019 年净利润的 580%

资料来源：公司公告、广证恒生

图表42. 股权激励方案中预留授予部分的限制性股票 2021-2022 年业绩考核目标

预留授予解除限售期	业绩考核目标
预留第一个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 20%； 或者以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 80%
预留第二个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 40%； 或者以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 150%； 或者 2021 年和 2022 年合计营业收入不低于 2019 年营业收入的 260%； 或者 2021 年和 2022 年合计净利润不低于 2019 年净利润的 430%

资料来源：公司公告、广证恒生

4. 收购百炼集团，助力全球化布局

4.1 高性价比收购百炼集团，业绩增长情况良好

文灿股份于 2019 年 12 月 8 日发布公告，拟以支付现金的方式购买 Le Bélier S.A.（以下简称“百炼集团”）的 61.96% 股份，并在控股权交割后对百炼集团剩余的全部股份发起强制要约收购，以 2.513 亿欧元（约合人民币 19.54 亿元），收购法国百炼集团 100% 的股权。2018 年，标的公司百炼集团总资产 3.95 亿欧元，账面净资产为 1.64 亿欧元，本次交易的 100% 股权作价 2.513 亿欧元，较净资产溢价 0.88 亿欧元（折合人民币 6.85 亿元），增值率为 53.67%。

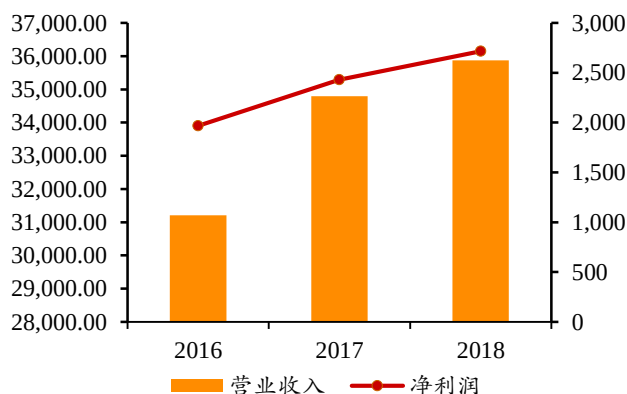
百炼集团过去三年业绩持续增长，文灿股份以 9 倍 PE、1.5 倍 PB 完成高性价比收购。百炼集团过去三年的营业收入和净利润持续增长，2018 年实现营业收入 3.59 亿欧元，同比增长 3.11%，净利润 0.27 亿欧元，同比增长 11.75%，业绩增长情况良好。文灿股份以 9 倍 PE、1.5 倍 PB 完成对百炼集团的收购，与收购国内的企业相比具有较高的性价比。

图表43. 百炼集团主要财务数据（万欧元）

项目	2016	2017	2018
营业收入	31,206.00	34,795.20	35,875.80
EBITDA	5,238.40	5,806.90	5,381.50
净利润	1,966.00	2,429.70	2,715.20
每股收益	3.12	3.71	4.15
总资产	32,967.60	36,137.70	39,480.00
净资产	12,789.10	14,694.20	16,353.40

资料来源：公司公告、广证恒生

图表44. 2016-2018 年百炼集团营业收入和净利润

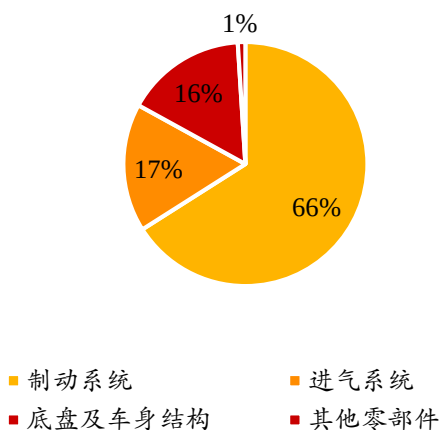


资料来源：公司公告、广证恒生

4.2 生产体系完备，制造基地跨度广

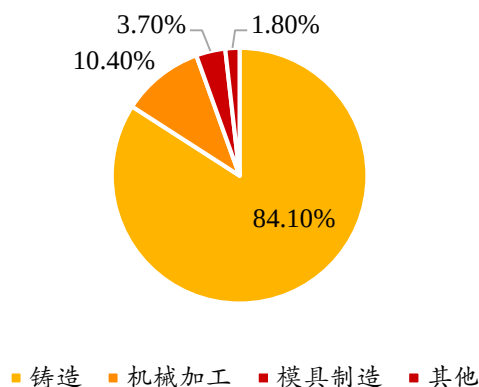
百炼集团是专业生产铝合金铸造零部件的全球性集团，拥有从产品设计业务简介计、模具设计与制造、样件制作、到零部件铸造加工的完整生产体系。百炼集团的核心产品包括汽车制动系统、进气系统、底盘及车身结构件等产品领域的精密铝合金铸件产品。百炼集团 2018 年按照产品分类的收入构成情况为：制动系统占比 66%；进气系统占比 17%；底盘及车身结构占比 16%；其他零部件占比 1%。在汽车制动系统的铝合金铸件领域，百炼集团居于世界领导者的位置，同时在进气系统铝合金铸件以及底盘及车身结构件领域也享有较高的市场份额。百炼集团 2018 年按照生产类型分类的收入构成情况为：铸造占比 84.1%；机械加工占比 10.4%；模具制造占比 3.7%；其他占比 1.8%。

图表45. 2018 年百炼集团产品收入构成



资料来源：公司公告、广证恒生

图表46. 2018 年百炼集团生产类型收入构成



资料来源：公司公告、广证恒生

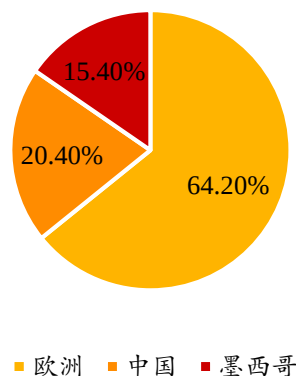
百炼集团在全球共有 12 处制造基地，分别位于法国、匈牙利、塞尔维亚、中国和墨西哥等国家。百炼集团 2018 年按照生产区域划分的收入构成情况为：欧洲占比 64.2%，中国占比 20.4%，墨西哥占比 15.4%。百炼集团的客户包括采埃孚 (ZF)、德国大陆 (CONTINENTAL TEVES)、法雷奥 (VALEO)、博世 (BOSCH)、博世马勒 (BOSCH MAHLE)、本特勒 (BENTELER) 等全球知名一级汽车零部件供应商，以及宝马 (BMW)、戴姆勒 (DAIMLER)、标致雪铁龙 (PSA)、雷诺日产 (RENAULT NISSAN) 等整车厂商。

图表47. 百炼集团在全球共有 12 处制造基地



资料来源：公司公告、广证恒生

图表48. 2018 年百炼集团收入构成地区分布



资料来源：公司公告、广证恒生

4.3 核心工艺优势互补，整合完整铸造工艺链

文灿股份与百炼集团的核心工艺高压铸造和重力铸造将整合成完整的铸造工艺链，形成优势互补，丰富公司产品类型。百炼集团的核心生产工艺为重力铸造，文灿股份核心生产工艺为高压铸造。百炼集团的主要产品是汽车制动系统，2018 年营收占比 66%。其制动系统主要是指刹车卡钳，而刹车卡钳采用重力铸造工艺。

收购百炼集团将使文灿股份获得全新的技术工艺及产品，文灿股份领先的高压铸造工艺将与百炼集团领先的重力铸造工艺整合形成完整的铸造工艺链，双方将共同在低压铸造技术领域也将进行协同发展，进一步丰富公司产品工艺。本次收购完成后，文灿股份将能够为客户提供更为全面的产品系列，更多铸造工艺路径的选择，以及更佳的生产制造方案，以满足客户多元化的产品工艺需求。



4.4 有望快速推动整合，实现资源协同效应

文灿股份与百炼集团主要产品均为精密铝合金铸件，且高压铸造与重力铸造整合将实现优势互补，收购后业务层面的整合难度不大，整合成功后将大幅提升公司精密铝合金铸件产品于汽车零部件领域的市场份额。文灿股份与百炼集团的客户均包括采埃孚（ZF）、法雷奥（VALEO）、戴姆勒（DAIMLER）等全球知名一级汽车零部件供应商及整车厂商，本次收购完成后，文灿股份将能够为上述知名客户提供更丰富的产品类型、更为快速的需求响应，从而进一步巩固和深化与上述知名客户的合作关系，提升公司在汽车供应链中的竞争地位。此外，文灿股份可利用百炼集团的品牌及销售渠道，进一步提高公司品牌及产品服务在国际市场的知名度，开拓欧美市场，成为全球领先的精密铝合金铸件产品供应商，同时，文灿股份可利用其在中国市场的本地化资源为百炼集团开拓中国市场提供协助，可以迅速提升其在中国市场的品牌影响力，有利于其本土化和新兴市场战略的实施。

公司拟通过法国 SPV，与百炼集团一起作为借款主体向法国兴业银行等银行组成的银团申请共计不超过 1 亿欧元的银行贷款，境外贷款有利于降低融资成本。杠杆收购将推高公司的资产负债率与财务费用，合并报表后，百炼集团的净利润将弥补部分利息支出，同时文灿的利润将承担一部分压力。结合公司目前经营情况以及现金管理计划，为顺利推进此次交易，公司拟委任与百炼集团长期业务合作、具备丰富跨境融资经验的法国兴业银行作为牵头行，为此次交易提供无追索权的银团并购贷款。无追索权的银团并购贷款有助于增强公司抗风险能力，能够更好地支撑公司业务拓展，落实公司并购后的事业规划及战略目标。此次贷款收购将推高文灿股份的资产负债率，同时承担融资带来的财务费用。以目前公布的贷款额度来看，此次公司收购百炼集团，公司向法国兴业银行申请并购贷款，为本次交易提供不超过 4 亿元人民币或收购成本 20%（孰低）的贷款。公司拟通过法国 SPV，与目标公司一起作为借款主体向法国兴业银行等银行组成的银团申请共计不超过 1 亿欧元的银行贷款。假设国内贷款 4 亿元，贷款利率 4.75%，则首年贷款利息支出 1900 万元，假设海外贷款 1 亿欧元，法国贷款利率 1.5%，则首年贷款利息支出 150 万欧元，折合人民币 1170 万元。合计贷款利息支出约 3170 万元。文灿股份 2018 归母净利润为 1.25 亿元，2019 年前三季度净利润为 0.47 亿元。在合并报表后，百炼集团可以给文灿股份增加 2.1 亿元左右的净利润，扣除因贷款而产生的利息支出后，公司仍然可以实现盈利增长。

文灿股份在国内已有的布局和资源能与百炼集团的全球化生产、销售、供应体系产生多维度的协同效应，使得并购后的公司整体更快更好地发展。百炼集团主要制造及研发基地位于匈牙利、塞尔维亚、墨西哥、法国等欧美国家，以及中国的大连、旅顺、武汉等地，文灿股份的主要制造基地位于中国的佛山、南通、宜兴、天津等地。收购百炼集团后，文灿股份在全球的主要汽车市场都拥有本土化的生产制造基地及技术中心，可以更迅速、更准确地了解客户的需求，从而更快速、更全面地为客户提供解决方案。文灿股份可利用其在本土市场的深度布局，协助百炼集团加速拓展中国市场，以最大限度地发挥本次并购的协同效应。同时有助于公司形成国际化的管理模式，助推企业实现管理升级。本次收购后，文灿股份将借鉴百炼集团全球化的经营管理模式及管理经验，完善公司应对全球化业务发展的管理制度和内部控制制度，在公司治理、人力资源、规范管理等方面提升公司管理效率和经营水平，继而降低经营成本。根据国内外业务开展的需要进行管理制度的动态优化和调整，借助百炼集团的国际化平台，吸收全球专业人才，为公司全球化布局奠定坚实的管理和人才基础。

5. 汽车轻量化需求激增，中国企业具有全球竞争力

5.1 汽车节能环保政策支持，乘用车轻量化加速进行

我国中央及地方相继出台了一系列对汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策。目前汽车工业向新能源汽车转型，而新能源汽车由于电池续航里程不足，必须通过减轻车身重量达到提高用户体验目的。因此，新能源汽车发展将推动车用铝合金部件发展。此外，我国汽车排放标准不断提高，更轻

的车身重量将减轻发动机动力提升压力，有效满足节能减排标准。

图表49. 汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策

文件名称	发布时间	发布部门	行业相关主要内容
《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	2017年9月	工信部	再次强调《乘用车燃料消耗量限值》中的油耗限定。并针对新能源汽车与燃油汽车的油耗限制采用双积分并行管理办法。
《工业“四基”发展目录（2016年版）》	2016年11月	国家制造强国建设战略咨询委员会	将“金属型压力铸造技术”、“铝及镁合金压力下铸造成形工艺（低压、半固态、高真空压铸）”、“高强度铸铝合金材料”列入核心基础零部件（元器件）、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础的发展目录。
《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》	2016年9月	工信部	提出重点发展“汽车发动机和内部结构件用铝合金精密锻件和铝硅合金压铸件”。此外，“在全社会积极推广轻量化交通运输工具”，如“铝合金新能源汽车、铝合金乘用车等”，“到2020年，实现铝在建筑、交通领域的消费用量增加650万吨”。
《高新技术企业认定管理办法》	2016年2月	科技部、财政部、国家税务总局	将“铝、铜、镁、钛合金清洁生产与深加工技术”列为国家重点支持的高新技术领域，为高精度、高性能铝合金压铸件的生产提供了市场支持。
《国家发展改革委关于实施增强制造业核心竞争力重大工程包的通知》	2015年7月	发改委	提出重点发展“镁、铝合金真空压铸和液压成形等先进工艺技术。开展轻量化材料加工及整车、零部件成型生产和检测能力建设”。
《乘用车燃料消耗量限值》	2014年12月	工信部	将于2016年1月1日起执行，每年将设置油耗达标值，直至到2020年乘用车平均油耗降至5.0升/100公里。愈趋严格的油耗法规，促使所有汽车制造企业不遗余力地开发汽车轻量化技术。
《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》	2012年6月	工信部	将“加强新能源汽车关键核心技术研究，大力推进动力电池技术创新，重点开展动力电池系统安全性、可靠性研究和轻量化设计”作为2012年-2020年的主要发展任务，明确了我国汽车节能标准的整体目标，要求2020年当年乘用车新车平均燃料消耗量达到5.0 L/100Km。

资料来源：公开信息、招股说明书、广证恒生

目前各国政府针对汽车能源消耗和污染排放制定高压限制政策。基于环境压力和缓解原油对外依赖，中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》提出标准：至2020年，乘用车新车平均油耗5.0L/100km，2025年4.0L/100km，2030年3.2L/100km。同时，国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划》也指出到2020年，乘用车平均燃料消耗量降至5.0 L/100km。2020年欧盟、日本汽车100km油耗目标降到3.8L、4.9L，而美国2025年将达到4.84L。2017年欧盟、美国、日本、中国乘用车销量占全球销量的72.14%，这些国家和地区的政策，影响着全球的汽车发展趋势，因此降低油耗是汽车制造行业发展的重要方向，车身轻量化迫在眉睫。

图表50. 主要国家和地区燃油排放标准规划

国家地区	2015 年	2020 年	2025 年	油耗降幅	
				2015-2020 年	2020-2025 年
中国	6.9L/100km	5.0L/100km	-	6.20%	-
日本	5.9L/100km	4.9L/100km	-	3.60%	-
美国	6.7L/100km	6.0L/100km	4.8L/100km	2.20%	4.40%
欧盟	5.2L/100km	3.8L/100km	3L/100km	6.10%	4.60%

资料来源：中国产业信息网、广证恒生

4.2 汽车轻量化优势显著，助推铝合金压铸件放量增长

4.2.1 汽车轻量化减重降耗效果显著，预计未来单车用铝量将持续上升

汽车轻量化能在保证汽车强度和安全性能的前提下，通过降低整车的质量来提升汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。减轻车身、内外饰、动力系统等不同零部件的质量，有助于减少汽车行驶过程中能耗。铝合金材料具有轻质、可回收和易成型的特点，因此被广泛运用于汽车的车身及零部件上。理论上铝制汽车可以比钢制汽车减轻重量达 30%-40%，其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜的轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40%以上，汽车铝轮毂可减重 30%。因此，铝合金材料是汽车轻化的理想材质。

近年来，汽车燃油消耗的指标要求不断提升，迫使汽车厂商必须走轻量化路线以降低油耗。轻量化作为汽车节能的关键技术之一，有显著的节能效果。汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗，减重 15%可以减少 5%的油耗；对于柴油乘用车，则可以分别相应减少 3.9%和 5.9%的油耗。轻量化同样对电动车（包括插电式混合动力车）有良好的节能效果。减重 10%和 15%分别可以达到 6.3%和 9.5%的电能消耗。

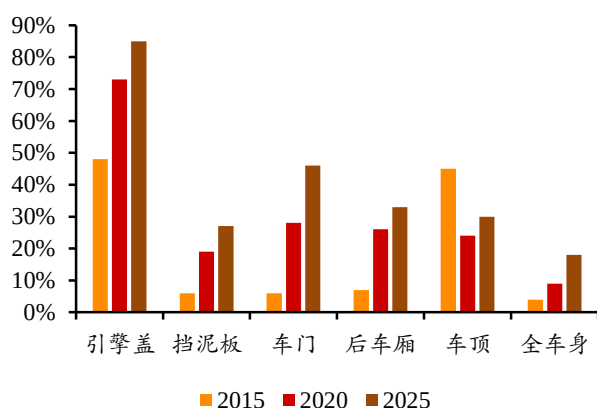
图表51. 乘用车减重 10%和 15%分别对应的能效提升效果

	减重 10%的能效提升效果		减重 15%的能效提升效果	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.30%	6.50%	5.00%	10%
柴油	3.90%	6.30%	5.90%	9.50%
EV	6.30%	-	9.50%	-
PHEV	6.30%	-	9.50%	-

资料来源：招股说明书、广证恒生

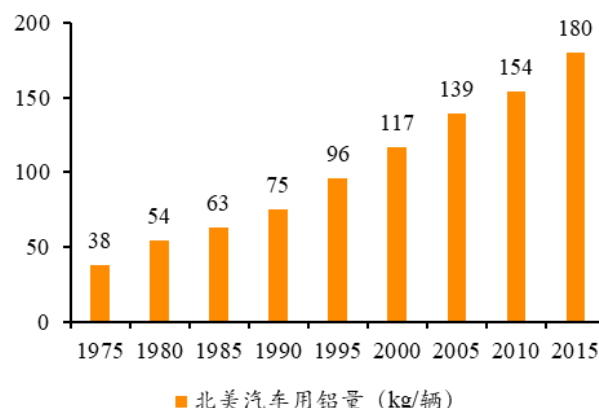
减轻车重可以减小发动机负荷，提高汽车行驶性能，有效降低刹车距离，使得转向和过弯的过程中更加灵活，因而使汽车更稳定，在受冲击时铝合金结构能吸收分散更多的能量，因而更具舒适性和安全性。受此影响，在未来十年内汽车的各个主要部件用铝渗透率都将明显提高，预计铝制引擎盖的渗透率会从 2015 年的 48%提升到 2025 年的 85%，铝制车门渗透率会从 2015 年的 6%提升到 2025 年的 46%。具体反映在平均单车用铝量上，1975 年北美地区每辆车平均用铝量为 38kg，到 2015 年增长到 180kg，40 年北美单车用铝量持续增长，复合增长率为 4%。预计 2020 年我国将实现汽车用铝量 190kg/辆，向北美看齐，对应市场空间约 1520 亿元。

图表52. 未来铝合金在车身和覆盖件上的渗透率



资料来源：Ducker Worldwide、广证恒生

图表53. 北美汽车单车用铝量连续 40 年上升

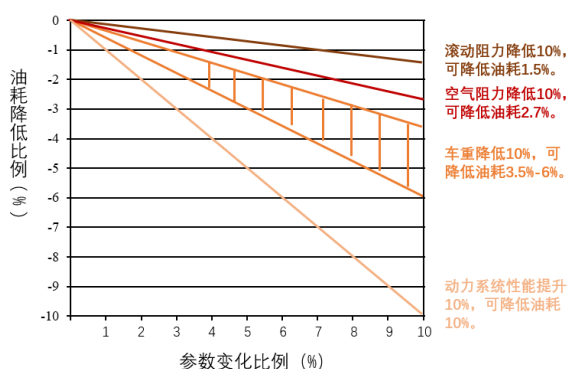


资料来源：Ducker Worldwide、广证恒生

4.2.2 新能源汽车续航里程问题突出，轻量化设计提供解决方案

当前新能源汽车的主要问题之一是续航里程较短，轻量化设计成为新能源汽车降重减耗的主要措施。以特斯拉 (TESLA) Model S 为例，其总重达 2,108kg，仅电池重量就超过 500kg，此外还有驱动电机增加整车重量；而传统汽车的发动机总重量一般为 80-160kg。一辆 70L 汽油的汽车行驶里程可达 700-900Km，而载有 500kg 电池的电动车续航里程仅 400Km 左右。据菲尔特公司的研究结果显示，若汽车整车重量降低 10%，可降低油耗 3.5%-6%，在主要的节能方法中效果较佳。结合学界对新能源汽车轻量化的研究，汽车整备质量每减重 100 kg，在无制动能量回收的情况下，NEDC 工况百公里耗电量将下降 5.5%，续航里程提升 7.97 公里，电池容量节省 0.885kW/h。

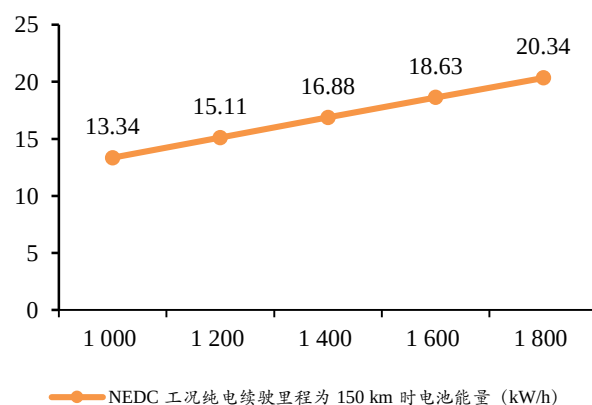
图表54. 汽车节能的主要方式



注：减重对应效果为汽油 3.3%、柴油 3.9%、EV6.3%

资料来源：工信部、广证恒生

图表55. 车辆减重后，续航效果显著



资料来源：中国知网、广证恒生

补贴政策引导续航里程的提升，长续航里程新能源汽车成为大势所趋。2018 年国家对新能源汽车的补贴政策作出的相应调整，乘用车方面补贴金额更加倾向于高续航里程，由此 2018 年新车续航里程明显提升。根据新旧政策的对比，300 公里续航里程以下的纯电动乘用车补贴金额均出现退坡，而 300 公里以上则有相应提升。由此，在 2018 年补贴目录上，今年的产品普遍更倾向于高续航。其中 300 公里以上的新车由 2017 年的 63 款上升至 2018 年的 287 款，占比提升至 42%。商用车和专用车则更多由于电池密度的提升带来续航里程的提升。本次政策的调整对厂商提升续航里程具有极大的激发作用，提升纯电动乘用车续

航里程的正成为厂商不断努力的方向。

2019年3月26日财政部等四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，从2019年3月26日起实施，2019年3月26日至2019年6月25日为过渡期。新版补贴政策规定纯电动乘用车工况法续航里程不低于250km，划分档次从网传3档变为2档，250-400km补贴1.8万，退坡幅度47%-60%，400km以上补贴2.5万，退坡幅度50%。根据统计数据，250km以上的车型占比约85%，产量占比90%，所以当前乘用车市场基本上形成了长续航里程主流产品的趋势。

图表56. 补贴政策调整激励新能源汽车续航里程的提升

续航里程	100-150	150-199	200-249	250-299	300-399	400以上
2017补贴金额（万）	2	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4
2018补贴金额（万）	0	1.5	2.4	3.4	4.5	5
2019补贴金额（万）	0	0	0	1.8	1.8	2.5

资料来源：财政部、广证恒生

图表57. 提升续航里程成为厂商主要努力的方向

续航里程 (km)	乘用车				商用车				专用车			
	2017	2017占比	2018	2018占比	2017	2017占比	2018	2018占比	2017	2017占比	2018	2018占比
100-149	0	0.0%	1	0.1%	41	3.1%	0	0.0%	85	8.7%	32	2.3%
150-199	175	48.5%	47	6.9%	711	54.2%	132	7.5%	159	16.2%	97	7.0%
200-249	27	7.5%	58	8.5%	510	38.9%	547	31.0%	298	30.4%	392	28.5%
250-299	79	21.9%	150	21.9%	49	3.7%	1006	57.1%	268	27.3%	366	26.6%
300-399	63	17.5%	287	42.0%	0	0.0%	44	2.5%	153	15.6%	428	31.1%
>400	17	4.7%	141	20.6%	1	0.1%	33	1.9%	18	1.8%	62	4.5%

资料来源：乘联会、广证恒生

铝合金在提高汽车续航里程上具有高性价比，加大汽车铝合金压铸件运用比例为提高汽车续航里程的较优解。目前主要采用材料替代的方式进行汽车的轻量化设计。在主流的材料中，碳纤维减重效果最好，但价格高企，只适合运用于高端车型。高强度钢虽然价格便宜，但减重幅度较小，单车用量有限，主要用于白车身以及车架上，如特斯拉model 3以及奥迪A8。相对而言，铝合金的成本以及减重幅度均为较优水平，根据我们测算，其100kg的减重成本为最低的796元，低于能够实现相同续航效果的锂电池成本。

图表58. 铝合金在提高汽车续航里程上具有高性价比

材料	减重效果	最大减重幅度 (kg)	原材料参考价格 (kg/元)	100kg 减重材料 成本（元）	100kg 减重 节油成本	100kg 减重节省 锂电池成本
普通钢	—	—	4.2	—	—	—
高强度钢	20%	200	6	900	441	1233.69
铝合金	45%	450	40	796		
镁合金	55%	500	100	1742		
碳纤维	70%	700	120	1654		

资料来源：公开资料整理、广证恒生

4.3 中国铝合金压铸具有全球竞争优势，并购整合是行业发展趋势

全球压铸件制造中心向中国大陆转移，我国精密压铸件企业主要分布在广东、江苏、浙江、重庆等地，规模大、专业化的企业大部分集中在珠江三角洲和长江三角洲地区。由于亚洲特别是中国在市场的需求、原材料供应、劳动力资源、产业链配套、政策支持等方面存在优势地位，以及我国汽车产业的高速发展，二

十一世纪以来全球压铸件生产呈现向亚洲尤其是中国大陆转移的趋势，目前这一趋势仍在持续。市场规模的扩大和国际优秀企业的进入，促进了国内压铸件生产厂商的技术水平和管理水平的提高，进一步推动了行业的发展。目前我国已经形成了长三角、珠三角、东北三省、西南地区等压铸产业集群，其中以长三角和珠三角的产业集群最为突出，这两个地区经济活跃、配套产业发达，地域优势明显。“第二届中国压铸 50 强、压铸模具 20 强”中广东、江苏、浙江、重庆等地企业表现优异。

图表59. 2019 年第二届中国压铸 50 强、压铸模具 20 强入围企业及地区分布

地区	入围压铸 50 强企业数量	代表企业	入围压铸模具 20 强企业数量	代表企业
上海	5	华域皮尔博格等	-	-
浙江	8	爱柯迪、旭升、拓普等	12	宁波合力、浙江辉旺、宁波优耐特等
江苏	10	苏州亚德林、春兴精工等	-	-
广东	12	广东鸿图、文灿股份等	4	广州型腔模具、文灿模具等
重庆	8	重庆大江美利信等	2	重庆搏润模具等
其他	7	一汽铸造等	2	一汽铸造模具等

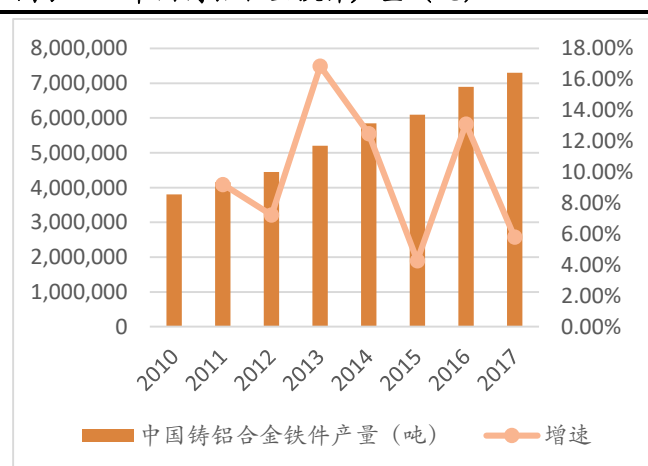
资料来源：中国铸造协会、广证恒生

国内铝合金压铸企业具有全球竞争力。

根据《Modern Casting》，2010-2017 年，全球全球铸铝合金铁件产量从 1087 万吨增长至 1907 万吨，年复合增长 8.35%。同期，中国铸铝合金铁件产量从 380 万吨增长至 730 万吨，年复合增长 9.78%。2017 年中国铸铝合金铁件产量在全球占比为 38.27%，位居全球第一位，超过第二至六位的总和。

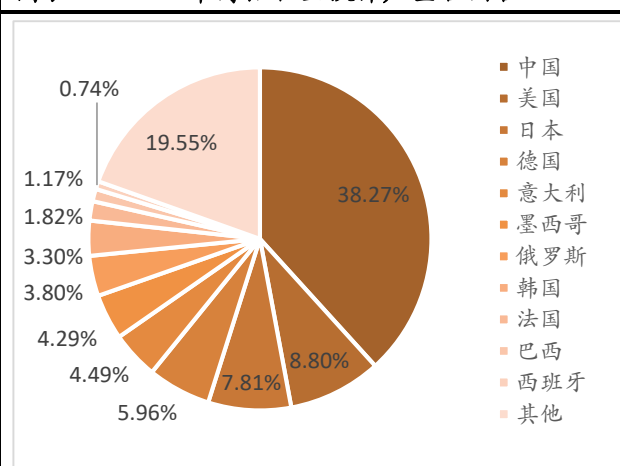
国内铝合金压铸企业毛利率普遍高于高外同行，我们认为有以下几方面的因素：1) 天时：新能源汽车崛起大潮，相应供应商体系重构。中国市场是全球最大的新能源汽车市场，占全球新能源汽车产销量的一半。2) 地利：中国为主要第一大原料产地，采购成本低。中国长三角地区和珠三角地区，是汽车零部件原料和配套最为成熟的区域；3) 人和：工程师红利。得益于工程师红利，铝合金压铸企业的人工成本低于欧洲、北美等国外发达国家，而效率高于拉美、东南亚等发展中国家。

图表60. 中国铸铝合金铁件产量（吨）



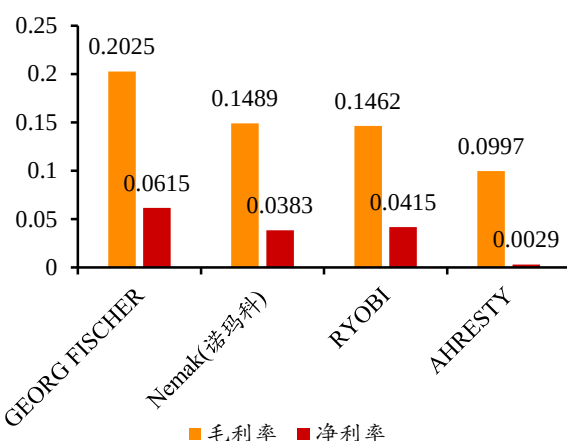
资料来源：Modern Casting, Wind

图表61. 2017 年铸铝合金铁件产量各国占比



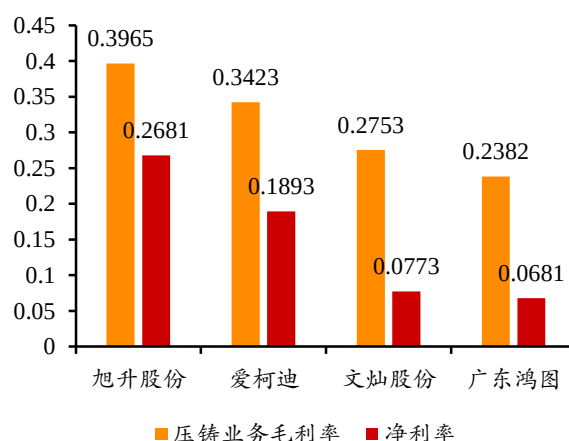
资料来源：Modern Casting, Wind

图表62. 2018 年国外同行毛利率与净利率



资料来源：2018 年公司年报、广证恒生

图表63. 2018 年国内同行压铸业务毛利率与净利率



资料来源：公司公告、广证恒生

从全球范围而言，压铸行业是充分竞争的行业。发达国家的压铸企业经营历史长，单个企业的规模较大，专业化程度较高，在技术、客户资源等方面具有较强优势，但是成长性一般。国际上具有代表性的汽车压铸件生产企业主要有墨西哥 NEMAK、日本 RYOBI 株式会社、瑞士 DGS 公司等。发达国家的企业由于在装备和技术水平上的领先优势，一般以生产汽车、航空等高质量和高附加值的压铸件为主，在技术与生产规模上领先于国内大多数汽车压铸件生产企业。

目前国内压铸行业的集中度较低，我国现有压铸企业暨压铸相关企业约有 12,000 余家，其中生产压铸件的企业约占 70% 以上，企业主要分布在广东、江苏、重庆等地，规模大、专业化的企业大部分集中在珠江三角洲和长江三角洲地区，且大型压铸企业占比仅为 10% 左右。国内汽车压铸件生产规模较大的企业主要有两类，一类是汽车领域企业的配套企业，从属于下游行业的集团公司；另一类是独立的汽车精密压铸件生产企业，专门从事汽车精密压铸件的生产，与下游客户建立了较为稳定的长期合作关系。文灿股份的主要竞争对手属于独立的汽车精密压铸件生产厂商，国内主要有广东鸿图、鸿特精密、爱柯迪、旭升股份等。

图表64. 公司主要的竞争对手

企业名称	成立时间	总部地点	客户群体
文灿股份	1998	中国	国内：长城汽车、上海蔚来、吉利等； 国外：通用、大众、奔驰、特斯拉等
广东鸿图	2000	中国	国内：东本发动机、东风本田、东风日产、广汽长风、上海通用等； 国外：通用、克莱斯勒、康明斯等
鸿特精密	2003	中国	国内：东风本田、东本发动机、长安福特、马自达等； 国外：福特、康明斯等
鸿图制造厂	1969	中国香港	福特、通用等
重庆渝江	1992	中国	国内：长城汽车、北汽福田、吉利、青年汽车、博格华纳、常州麦格纳等 国外：本田、宝马、兰博基尼
爱柯迪	2003	中国	法雷奥、博世、格特拉克等
旭升股份	2003	中国	特拉斯等
NEMAK	1979	墨西哥	通用、福特、戴姆勒-克莱斯勒、丰田、大众、标致-雪铁龙、菲亚特、宝马等
RYOBI	1943	日本	福特、尼桑、大众、丰田等
阿雷斯提	1943	日本	日产、本田、富士重工、铃木、丰田等
皮尔博格	1909	德国	大众、通用等

乔治费歇尔	1802	瑞士	大众等
DGS	1925	瑞士	奔驰、宝马、福特等
汉特曼	1873	德国	大众、福特等

资料来源：中国铸造协会、广证恒生

全球领先铝合金压铸企业主要集中在欧美日等汽车发达工业国家。国际上规模领先的企业包括有：墨西哥 NEMAK，日本 RYOBI，AHRESTY，瑞士 GEORG FISHER，DSG，德国 PIERBURG 等公司。2018 财年，NEMAK 销售收入折合人民币 314 亿元，RYOBI 销售收入折合人民币 248 亿元，GEORG FISHER 压铸业务销售收入折合人民币 106 亿元，AHRESTY 销售收入折合人民币 80 亿元。

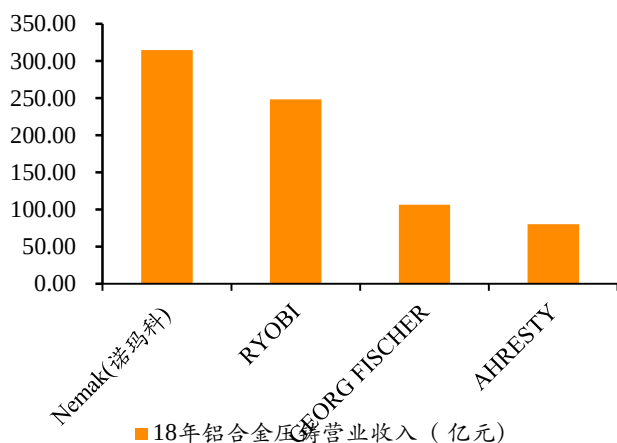
全球铝合金压铸市场集中度较高，龙头企业的市场份额高于中国市场。根据我们的测算，2018 年全球汽车用铝合金市场规模约 2850 亿人民币。NEMAK、RYOBI、GEORG FISHER、AHRESTY 四家企业的市场份额分别为 11.04%、8.71%、3.72%、2.81%。

图表65. 全球汽车铝制压铸件市场容量测算

全球	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新车销量（万辆）	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59
单车铝用量（kg/辆）	120.00	130.00	140.00	150.00	160.00	170.00	180.00
总铝用量（万吨）	1140.67	1235.73	1330.78	1425.84	1520.89	1615.95	1711.01
铝合金产品单价（元/吨）	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
汽车用铝合金市场容量（亿元）	4562.68	4942.91	5323.13	5703.36	6083.58	6463.80	6844.03
铝制压铸件占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
铝制压铸件市场容量(亿元)	2281.34	2471.45	2661.57	2851.68	3041.79	3231.90	3422.01

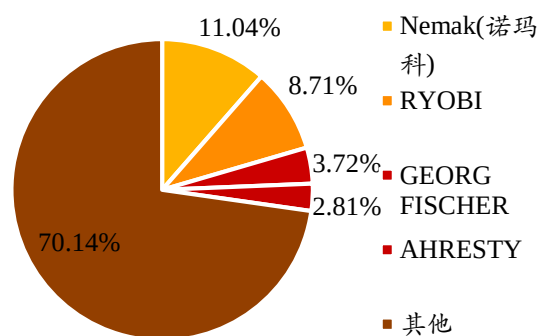
资料来源：中国铸造协会、广证恒生测算

图表66. 2018 年国外铝合金压铸企业营业收入



资料来源：2018 年公司年报、广证恒生

图表67. 2018 年铝合金压铸市场全球占比测算



资料来源：公司公告、广证恒生测算

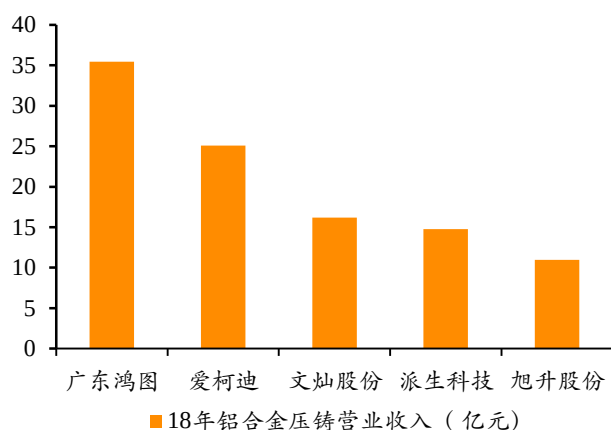
国内单个企业市场份额较低，各有各的特色和市场。2018 年广东鸿图、爱柯迪、文灿股份、派生科技、旭升股份五家企业的营业收入分别为 35.44 亿元、25.07 亿元、16.20 亿元、14.75 亿元、10.96 亿元。根据我们的测算，2018 年中国汽车用铝合金压铸市场规模约 840 亿人民币。广东鸿图、爱柯迪、文灿股份、派生科技、旭升股份五家企业的市场份额分别为 4.21%、2.98%、1.93%、1.75%、1.30%。

图表68. 全球汽车铝制压铸件市场容量测算

国内	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新车销量（万辆）	2793.89	2894.14	2803.89	2663.70	2743.61	2825.92
单车铝用量（kg/辆）	130.00	140.00	150.00	160.00	170.00	180.00
总铝用量（万吨）	363.21	405.18	420.58	448.62	476.66	504.70
铝合金单价（元/吨）	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
汽车用铝合金市场容量（亿元）	1452.82	1620.72	1682.34	1794.49	1906.65	2018.80
铝制压铸件占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
铝制压铸件市场容量(亿元)	726.41	810.36	841.17	897.25	953.32	1009.40

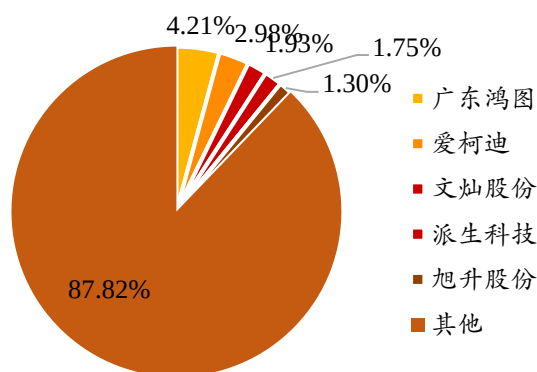
资料来源：中国铸造协会、广证恒生测算

图表69. 2018 年国外铝合金压铸企业营业收入



资料来源：2018 年公司年报、广证恒生

图表70. 2018 年铝合金压铸市场全球占比测算



资料来源：公司公告、广证恒生测算

6. 盈利预测及估值

根据公司财报以及招股说明书，我们对公司营业收入进行了拆分。其中，考虑到各控股子公司（工厂）的产能空间和爬坡情况，对佛山文灿（总部）、南通雄邦给与较低的增速，对天津雄邦、江苏文灿给与了较高的增速。经汇总，2019-2021 年收入分别为 15.16、17.05、19.96 亿元，对应增速分别为-6.43%、12.47%、17.08%。

图表71. 收入预测表（单位：百万元）

年度	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
佛山文灿				442	353	364	375
天津雄邦				151	227	295	384
南通雄邦	779	765	954	930	791	830	872
江苏文灿				32	80	160	240
文灿模具				65	65	72	79
杰智实业			0	0	0	0	0
收入（不含百炼集团）	1167	1217	1557	1620	1516	1721	1949
增速		4.26%	27.98%	4.05%	-6.43%	13.51%	13.26%
百炼集团		2434	2714	2798	2882	3026	3177
备考收入（含百炼集团）		3651	4271	4418	4398	4747	5126
增速			17.00%	3.44%	-0.46%	7.93%	7.99%

资料来源：公司招股书，历年财报、广证恒生

注：百炼集团数据，按欧元兑人民币 7.8 换算

假设不考虑百炼集团并表影响，预计 19/20/21 年的净利润将分别为 0.81 亿元、1.27 亿元、1.68 亿元，对应的增速分别为-34.92%、56.49%、32.13%。19/20/21 年 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元、0.77 元。

假设考虑百炼集团并表影响，由百炼集团以及 SPV 公司承担并购贷款所产生的利息支出，预计百炼集团 20 年利润有所下降。我们预测百炼集团 19/20/21 年的净利润将分别为 2.12 亿元、2.02 亿元、2.12 亿元。并表后的备考净利润分别 2.93 亿元、3.30 亿元、3.81 亿元。我们给与公司目标价 30 元，相当于 2020 年备考净利润 x 20 倍 PE。我们首次覆盖公司，并给与“**强烈推荐**”评级。

图表72. 盈利预测表-不含百炼集团（单位：百万元）

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1620.16	1516.04	1720.86	1949.06
增长率(%)	4.05%	-6.43%	13.51%	13.26%
归母公司股东净利润	125.24	81.51	127.55	168.53
增长率(%)	-19.36%	-34.92%	56.49%	32.13%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.37	0.58	0.77
销售毛利率	27.53%	23.50%	25.00%	26.00%
销售净利率	7.73%	5.47%	7.54%	8.79%

资料来源：同花顺，广证恒生测算

注：以上预测未考虑百炼集团并表影响



图表73. 盈利预测表-含百炼集团（单位：百万元）

年度	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
佛山文灿			55.69	50.63			
天津雄邦			-44.89	-46.60			
南通雄邦	103.18	86.02	137.31	121.58			
江苏文灿			-0.53	-8.92			
文灿模具			7.79	8.61			
杰智实业			-0.07	-0.06			
净利润（不含百炼集团）	150.54	154.70	155.30	125.24	81.51	127.55	168.53
增速		2.76%	0.39%	-19.36%	-34.92%	56.49%	32.13%
百炼集团		153.00	190.00	212.00	212.00	202.60	212.73
备考净利润（含百炼集团）		307.70	345.30	337.24	293.51	330.15	381.26
增速			12.22%	-2.33%	-12.97%	12.48%	15.48%

资料来源：公司招股书，历年财报、广证恒生

注：百炼集团数据，按欧元兑人民币 7.8 换算



附录：公司财务预测表

资产负债表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	274	315	344	390
应收票据及账款	359	336	381	432
预付账款	5	4	5	6
其他应收款	35	33	37	42
存货	179	177	197	220
其他流动资产	103	96	109	123
流动资产总计	954	961	1074	1213
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1325	1249	1316	1497
在建工程	332	402	447	491
无形资产	101	105	126	138
长期待摊费用	98	99	50	50
其他非流动资产	70	117	157	191
非流动资产合计	1927	1972	2096	2367
资产总计	2881	2933	3170	3580
短期借款	9	0	58	189
应付票据及账款	335	331	368	411
其他流动负债	151	148	165	185
流动负债合计	496	479	591	785
长期借款	343	343	361	437
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	345	345	363	440
负债合计	841	824	955	1225
股本	220	1220	2220	3220
资本公积	1210	210	-790	-1790
留存收益	610	677	781	919
归属母公司权益	2040	2107	2211	2349
少数股东权益	0	1	4	6
股东权益合计	2040	2108	2215	2355
负债和股东权益合计	2881	2933	3170	3580

现金流量表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
税后经营利润	126	76	123	165
折旧与摊销	186	355	476	529
财务费用	39	15	17	23
其他经营资金	-168	27	-29	-31
经营性现金净流量	183	474	586	686
投资性现金净流量	-531	-393	-593	-793
筹资性现金净流量	459	-40	36	153
现金流量净额	111	41	30	46
税后经营利润	126	76	123	165
折旧与摊销	186	355	476	529
财务费用	39	15	17	23
其他经营资金	-168	27	-29	-31
经营性现金净流量	183	474	586	686
投资性现金净流量	-531	-393	-593	-793
筹资性现金净流量	459	-40	36	153
现金流量净额	111	41	30	46

数据截至 2019-12-31

注：不考虑百炼集团并表影响

利润表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1620	1516	1721	1949
营业成本	1174	1160	1291	1442
营业税金及附加	18	16	19	21
销售费用	62	63	69	78
管理费用	155	152	163	175
财务费用	39	15	17	23
其他经营损益	-39	-24	-24	-24
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	133	85	138	185
其他非经营损益	8	8	8	8
利润总额	141	93	146	192
所得税	15	10	16	21
净利润	125	83	130	171
少数股东损益	0	1	2	3
归属母公司股东净利润	125	82	128	169
EBITDA	366	464	638	744
NOPLAT	153	90	138	185
EPS(元)	0.57	0.37	0.58	0.77

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
会计年度				
成长能力				
营收增长率	0.04	-0.06	0.14	0.13
EBIT 增长率	-0.09	-0.40	0.50	0.33
EBITDA 增长率	0.03	0.27	0.38	0.17
净利润增长率	-0.19	-0.34	0.56	0.32
盈利能力				
毛利率	0.28	0.24	0.25	0.26
净利率	0.08	0.05	0.08	0.09
毛利率	0.06	0.04	0.06	0.07
净利率	0.04	0.03	0.04	0.05
ROIC	0.08	0.04	0.06	0.07
估值倍数				
P/E	32.05	47.57	31.96	23.36
P/S	2.47	2.67	2.42	2.21
P/B	3.36	3.19	2.97	2.72
股息率	0.01	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	31.07	120.22	135.34	138.16
EV/EBITDA	21.70	68.13	76.68	84.29
EV/NOPLAT	33.16	136.87	151.81	153.72



7.风险提示

对法国百炼集团并购失败的风险；并购后整合低于预期的风险；客户降价压力；原材料价格上涨导致毛利率承压；工厂转固对利润表影响。



分析师：

刘伟浩，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验，对汽车整车、零部件、经销商有丰富的研究经验。2016 年加入广证恒生高端装备团队。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。